

TARTU ÜLIKOOL  
ÕIGUSTEADUSKOND  
ERAÕIGUSE OSAKOND

Kaspar Kolk

**INVESTORKAITSE ULATUSE MÄÄRATLEMINE KAPITALI KAASAMISEL  
INVESTEERIMISPÕHISE ÜHISRAHASTUSE TEHINGUTES**

Magistritöö

Põhijuhendaja: LL.M. Gerd Laub

Kaasjuhendaja: *dr.iur.* Andres Vutt

Tallinn 2017

## **SISUKORD**

<b>SISSEJUHATUS .....</b>	<b>4</b>
<b>1. ÜHISRAHASTUSE REGULATSIOONI VAJADUS NING EESMÄRGID</b>	
<b>KAPITALITURGUDE REGULATSIOONI KONTEKSTIS.....</b>	<b>11</b>
1.1. Investeeringispõhise ühisrahaastuse kontseptsioon .....	11
1.1.1. Investeeringispõhise ühisrahaastuse määratlus ning kapitali kaasamise protsess	11
1.1.2. Kapitali kaasamine osaluspõhises ühisrahaastuses .....	14
1.1.3. Laenuõhiste ja lepinguliste struktuuride abil ühisrahaastuses kapitali kaasamine.....	17
1.2. Ühisrahaastuse regulatiivsed kaalutlused kapitali kaasamise lihtsustamisel ning investorkaitse tagamisel.....	19
1.2.1. Ühisrahaastuse regulatsioon kui investorkaitse ja kapitali kaasamise osa.....	19
1.2.2. Ühisrahaastuse regulatsioon kui ettevõtluse rahastamise ja kapitali kaasamise piirang... ..	23
<b>2. ÜHISRAHASTUSE INVESTEERING KUI VÄÄRTPABER .....</b>	<b>29</b>
2.1. Finantsinstrumendid kui väärtpaberid .....	29
2.2. Osaluspõhises ühisrahaastuses pakutavad aktsiad ja osad kui väärtpaberid .....	33
2.3. Laenuõhised ning lepingulised struktuurid kui väärtpaberid .....	38
2.3.1. Aktsiate ning osadega seotud vahetusvõlakirjad kui väärtpaberid.....	38
2.3.2. Lepingulised- ning hübriidinstrumendid kui väärtpaberid .....	41
2.3.3. Ebatüüpiliste laenuõhiste ning lepinguliste struktuuride määratlemise teoreetilised alused .....	45
2.4. Ühisrahaastuse erandite loomise alused ning ühisrahaastuse investeeringute uus määratlus.....	46
<b>3. AVALIKUSTAMISKOHUSTUS KUI INVESTORKAITSE VAHEND KAPITALI KAASAMISEL ÜHISRAHASTUSES.....</b>	<b>50</b>
3.1. Vajadus emitentide avalikustamiskohustuse järele .....	50
3.1.1. Teabe avalikustamise tagamise võimalused.....	50
3.1.2. Teabe avalikustamise piirid ning selle ulatuse kindlaksmääramine.....	54
3.1.3. Edastatava teabe miinimumstandardi kehtestamine.....	57
3.2. Ühisrahaastusportaalide kõrgendatud hoolsuskohustus teabe kontrollimisel ja välja selgitamisel .....	63
<b>KOKKUVÕTE .....</b>	<b>69</b>
<b>RAISING CAPITAL IN INVESTMENT BASED CROWDFUNDING TRANSACTIONS: THE SCOPE OF INVESTOR PROTECTION (SUMMARY).....</b>	<b>77</b>

<b>KASUTATUD ALLIKAD .....</b>	<b>83</b>
--------------------------------	-----------

## SISSEJUHATUS

Interneti järjest suurema leviku ning viimase aastakümne kiire tehnoloogilise arengu valguses on ilmselt vähe sektoreid, mis on muutunud rohkem kui finantssektor. Üheks finantstehnoloogia arenguga kaasnevaks oluliseks fenomeniks on äriühingute kapitali kaasamise võimaluste laienemine, millele on oluliselt aidanud kaasa järjest arenev ning populaarsemaks muutuv finantsteenuse, mida nimetatakse ühisrahastuseks. Nimetatud fenomeni olulisuse osas on majandusalases kirjanduses toodud välja, et äriühingud, kelle rahastamisvõimalused on väga paljudel juhtudel piiratud traditsiooniliste ja institutsionaalsete rahastajatega, saavad ühisrahastust kasutades võimaluse ligipääsu suurele hulgale investoritele ning ei ole tihti sõltuvad ka geograafilistest piirangutest.<sup>1</sup>

Vaatamata ühisrahastuse populaarsusele mõistetakse seda tihti erinevalt. Õiguskirjanduses on näiteks välja toodud, et nii nagu paljud internetiajastu uudiskeelendid, on ka ühisrahastuse määratlus alles arenev ning terminit kasutatakse vahel ka laialt kirjeldamiseks peaaegu mistahes vormis rohujuuretasandil internetis rahakogumist.<sup>2</sup> Näiteks meedias on nimetatud esimeseks suureks ühisrahastuse projektiks tihti Ameerika Ühendriikide Vabadusesamba postamendi finantseerimist.<sup>3</sup> Moodsa ühisrahastuse alged on seevastu 1990. aastate lõpus ning hõlmasid endas pigem annetusi ja toetusi ühise eesmärgi nimel. Näiteks finantseeris Briti rokkbänd Marillion oma 1997.a USA tuuri ja paljud järgnevad albumid internetis rahakogumise teel nende fännide poolt.<sup>4</sup>

Ühisrahastust on võimalik korraldada paljudes erinevates vormides ning erinevate eesmärkidega. Vaatamata sellele, et algselt keskendus ühisrahastus eelkõige sotsiaalsete projektide rahastamisele, on avastatud, et suurem potentsiaal seisneb hoopis investeerimispõhises ühisrahastuses. Nimelt võib investeerimispõhine ühisrahastus anda olulise panuse juba aastakümneid vana väikeettevõtete rahastamise probleemi lahendamisel. Näiteks on õiguskirjanduses jõudnud järeldusele, et ühisrahastuse kasutamine kapitali kaasamiseks läbi väikeste panuste suure hulga investorite poolt võib kaasa tuua revolutsiooni

---

<sup>1</sup> K. Kim, I-H. Hann. Does Crowdfunding Democratize Access to Finance? A Geographical Analysis of Technology Projects. Robert H. Smith School Research Paper. 13.10.2015. Lk 4. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=2334590> (29.04.2017).

<sup>2</sup> E. Burkett. A Crowdfunding Exemption - Online Investment Crowdfunding and U.S. Securities Regulation. The Tennessee Journal of Business Law. Vol. 13, Iss. 1. 2011. Lk 66.

<sup>3</sup> BBC News. The Statue of Liberty and America's crowdfunding pioneer. 25.04.2013. Arvutivõrgus: <http://www.bbc.com/news/magazine-21932675> (29.04.2017).

<sup>4</sup> BBC News. Marillion 'understood where the internet was going early on'. 01.09.2013. Arvutivõrgus: <http://www.bbc.com/news/entertainment-arts-23881382> (29.04.2017).

väikeettevõtete rahastamisel.<sup>5</sup> Täpsemalt on väikeettevõtete rahastamise osas õiguskirjanduses väljatoodud, et ühisrahastuse abil võivad väiksemad ettevõtjad, kellel on traditsiooniliselt olnud suuri raskusi kapitali kaasamisega, saada ligipääsu kõigile inimestele maailmas, kellel on arvuti, internetiühendus ja vaba raha investeerimiseks.<sup>6</sup> Ühisrahastuse potentsiaali näitab asjaolu, et 2015. aastal oli ühisrahastuse teel rahastatud projektide kogumaht maailmas ligikaudu 34 miljardit dollarit.<sup>7</sup> Euroopa osakaal selles on võrreldes kogusummaga küll tagasihoidlikum ning ulatus 6,48 miljardi dollarini,<sup>8</sup> kuid sellest hoolimata on ühisrahastuse mahud ka Euroopas selges tõusutrendis. Seega tekib tänu ühisrahastusele väikeettevõtete finantseerimisnõudlusele ka investorite poolt suurem raha pakkumus.

Eestis ja paljudes teistes Euroopa Liidu (edaspidi EL) liikmesriikides puudub ühisrahastuse osas selge õiguslik regulatsioon. See on probleem, kuna ühisrahastuses investeeritavad summad on muutunud järjest suuremaks ning ühisrahastus on leidnud järjest suuremat kasutamist. Asjaolule, et regulatsiooni puudumine on probleem, on viidanud ka Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve (*European Securities Markets Authority*, edaspidi ESMA). Kuigi investeerimispõhine ühisrahastus on olemuslikult küllaltki sarnane kapitaliturgudel investeerimisele, on ESMA juba 2014. aastal oma raportis tunnistanud, et olemasoleva EL-i õigusraamistiku loomisel ei peetud silmas ühisrahastust ning eksisteerib selge risk olemasoleva õiguse lahkuminevatele tõlgendustele.<sup>9</sup> Nimetatud raportis jõuti järeldusele, et kuna tegemist on väga erinevate ning uudsete ärimudelitega, on ebaselge, milline EL-i õigusakt on kohaldatav või potentsiaalselt kohaldatav ning kuidas tuleks vastavaid õigusakte kohaldada.<sup>10</sup>

Kuna ühisrahastuse eesmärgiks on raha kogumine suure hulga isikute või organisatsioonide poolt, võiks raha kaasata soovivate emitentide jaoks EL-i tasandil kõige olulisemateks potentsiaalselt kohalduvateks õigusaktideks olla Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/71/EÜ, 4. november 2003, väärtpaberite üldsusele pakkumisel või kauplemisele

---

<sup>5</sup> C. S. Bradford. Crowdfunding and the Federal Securities Laws. *Columbia Business Law Review*. Vol. 2012, No. 1. 2012. Lk 1. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=1916184> (29.04.2017).

<sup>6</sup> C. S. Bradford. Crowdfunding and the Federal Securities Laws (viide 5), lk 1.

<sup>7</sup> CrowdExpert. Crowdfunding industry statistics 2015/2016. Arvutivõrgus: <http://crowdexpert.com/crowdfunding-industry-statistics/> (28.04.2017).

<sup>8</sup> CrowdExpert. Crowdfunding industry statistics 2015/2016 (viide 7).

<sup>9</sup> European Securities and Markets Authority. Opinion. Investment-based crowdfunding. 18.12.2014. Lk 5, p 10. Arvutivõrgus: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378\\_opinion\\_on\\_investment-based\\_crowdfunding.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf) (28.04.2017).

<sup>10</sup> European Securities and Markets Authority. Opinion. Investment-based crowdfunding (viide 9), lk 5, p 10.

lubamisel avaldatava prospekti ja direktiivi 2001/34/EÜ muutmise kohta<sup>11</sup> (edaspidi Prospektidirektiiv) ja vastavalt ka Komisjoni määrus (EÜ) nr 809/2004, 29. aprill 2004, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2003/71/EÜ, mis puudutab prospektides sisalduvat informatsiooni nagu ka selliste prospektide formaati, andmete esitamist viidetena ja selliste prospektide avaldamist ning reklaamide levitamist<sup>12</sup>, mis reguleerivad väärtpaberiprosppektide koostamise ja selle avalikustamise korda. Ühisrahasutusportaalide tegevust reguleerivate EL-i tasandi õigusaktide osas ei ole tulenevalt uuadest ärimudelitest lõplikku selgust, kuid kõige tõenäolisemaks võib pidada Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2004/39/EÜ, 21. aprill 2004, finantsinstrumentide turgude kohta, millega muudetakse nõukogu direktiive 85/611/EMÜ ja 93/6/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2000/12/EÜ ja tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 93/22/EMÜ<sup>13</sup> (edaspidi MiFID) ja selle rakendusaktide<sup>14</sup> kohaldamist. Need õigusaktid reguleerivad ulatuslikult investorite kaitsega seotud küsimusi ning investeerimisühingutele kohalduvaid nõudeid. ESMA on samas tunnistanud, et juhul, kui eeldada, et eelnevalt viidatud õigusaktid kohalduvad, võib osutuda probleemiks see, et paljud platvormid on oma ärimudelid ning seega ka emitentide kaasatavad investeringud struktureerinud selliselt, et oleks võimalik vältida MiFID-i ning Prospektidirektiivi nõuete kohaldumist.<sup>15</sup> Eestis on MiFID ja Prospektidirektiiv võetud siseriiklikult üle eelkõige väärtpaberituru seaduses<sup>16</sup> (edaspidi VPTS), mistõttu sarnaselt EL-i õigusaktidele ühisrahasutuse kasutamise puhul, on ka Eestis võimalik vältida VPTS-i regulatsiooni kohaldumist.

Uuadest ärimudelite puhul on ühtse ja selge regulatsiooni puudumine probleem. See võib tuua kaasa olukordi, kus muidu erinevaid investorkaitse sätteid sisaldavad kapitaliturgude õigusaktid ühisrahasutuse osas ei kohaldu. Vastavate õigusaktide mitte kohaldumine aitab

---

<sup>11</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/71/EÜ, 4. november 2003, väärtpaberite üldsusele pakkumisel või kauplemisele lubamisel avaldatava prospekti ja direktiivi 2001/34/EÜ muutmise kohta. - EÜT L 345, 31.12.2003, lk 64-89.

<sup>12</sup> Komisjoni määrus (EÜ) nr 809/2004, 29. aprill 2004, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2003/71/EÜ, mis puudutab prospektides sisalduvat informatsiooni nagu ka selliste prospektide formaati, andmete esitamist viidetena ja selliste prospektide avaldamist ning reklaamide levitamist. - ELT L 177, 28.06.2013, lk 14.

<sup>13</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2004/39/EÜ, 21. aprill 2004, finantsinstrumentide turgude kohta, millega muudetakse nõukogu direktiive 85/611/EMÜ ja 93/6/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2000/12/EÜ ja tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 93/22/EMÜ.- ELT L 145, 30.04.2004, lk 1-44.

<sup>14</sup> Komisjoni direktiiv 2006/73/EÜ, 10. august 2006, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2004/39/EÜ seoses investeerimisühingute suhtes kohaldatavate organisatsiooniliste nõuete ja tegutsemistingimustega ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega. - ELT L 241, 02.09.2006, lk 26-58.

<sup>15</sup> European Securities and Markets Authority. Opinion. Investment-based crowdfunding (viide 9), lk 5, p 7.

<sup>16</sup> Väärtpaberituru seadus. - RT I, 07.04.2017, 4.

ühest küljest küll tagada kapitali kaasamise lihtsuse ja odavuse ettevõtjate jaoks, kuid muudab investorite jaoks ühisrahastuses investeerimise samal ajal oluliselt riskantsemaks. Kui ühisrahastuse osas ei ole kohalduv näiteks VPTS-i regulatsioon, mis sisaldab erinevaid investorkaitse sätteid, oleks investorkaitse kapitali kaasamisel tagatud üksnes eraõiguslike sätetega. See on probleem kuivõrd eraõiguslike suhete puhul eeldatakse reeglina poolte võrdsust, mistõttu on reguleerimise lähtekohaks üldjuhul ka lepinguvabaduse põhimõte. Investor on võrreldes emitendiga tavaliselt siiski nõrgemaks pooleks, kellel on investeeringu kohta näiteks palju vähem infot kui kapitali kaasaval emitendil. Kuivõrd investorkaitse üks peamisi lähtekohti on piisava informatsiooni avalikustamiskohustus ning kuna kapitali kaasamisel ei ole emitendi ja investorite vahel tegemist veel lepingulise suhtega, võiks olla kohalduv eelkõige võlaõigusseaduse<sup>17</sup> §-is 14 sätestatud lepingueelsetest võlasuhetest tulenev regulatsioon. Arvestades, et kapitali kaasamist vahendab reeglina ühisrahastusportaal, on seevastu ebaselge, kas ja milline roll on investoritele teabe edastamisel ühisrahastusportaalil.

Loomaks selgust ühisrahastusele kohalduva regulatsiooni osas, on käesoleva magistritöö eesmärk leida vastus kahele küsimusele: 1) kas kapitaliturgude regulatsioon peaks kohalduma ka ühisrahastuse suhtes ja 2) kas ainult hetkel kehtivad eraõiguslikud sätted tagavad ühisrahastuse investorite piisava kaitse. Kuivõrd finantssektoris moodustavad investorite kaitse süsteemi ühiselt avaliku õiguse normid kui ka eraõiguse normid<sup>18</sup>, keskendub magistritöö eesmärkide saavutamiseks ühisrahastuse puhul nii kapitaliturgude tehingute eraõiguse normide ja vastavate avaliku õiguse normide võrdlevale hindamisele.

Käesoleva töö eesmärgiks ei ole keskenduda kitsalt üksnes investorkaitse tagamise võimalustele, vaid selgitada välja, milline peaks olema tõhus regulatsioon, et tagada investorite kaitse ilma samal aja liigselt ettevõtjate jaoks paindlikku kapitali kaasamist takistamata. Kuna ühisrahastuses kapitali kaasamisel ning kapitaliturgudel tervikuna on kriitilise tähtsusega informatsiooni olemasolu ning poolte võrdne informeeritus, keskendub töö investorkaitse tagamise analüüsil eelkõige avalikustamiskohustusele ning sellega seotud küsimustele. Samuti keskendub käesolev magistritöö üksnes kapitali kaasava äriühingu ning investorite vahelisele õiguslikule suhtele ning käsitleb ühisrahastusportaaliga seotud küsimusi üksnes külgnevalt.

---

<sup>17</sup> Võlaõigusseadus. - RT I, 31.12.2016, 7.

<sup>18</sup> Vaata nimetatud käsitluse kohta täpsemalt: J. Armor, D. Awrey, P. Davies, L. Enriques, J.N. Gordon, C. Mayer, J. Payne. Principles of Financial Regulation. First Edition. Oxford University Press. Oxford. 2016. Lk 231-232.

Magistritöö on eelnevalt kirjeldatud eesmärgist lähtuvalt jagatud kolmeks peatükiks. Esimeses peatükis käsitleb autor investeerimispõhise ühisrahastuse ärimudeleid, investeerimispõhise ühisrahastuse vajadust potentsiaalse ettevõtete rahastamisallikana võrreldes traditsiooniliste finantseerimisvahenditega ning sellega kaasnevaid erisusi ja riske investorite jaoks. Samuti on nimetatud peatüki eesmärgiks hinnata ühisrahastuse eesmärke ja kaitsevajadusi kapitaliturgude kontekstis, selgitada välja kuidas on pealtnäha mõnevõrra vastuolulised eesmärgid omavahel seotud ja kuidas on nende eesmärkide edendamiseks seotud ühisrahastuse regulatsiooni kehtestamine.

Teise peatüki eesmärgiks on ühisrahastuse investeeringute omaduste analüüsi teel selgitada välja kas investeeringuid võiks käsitada väärtpaberina. Nimetatud järeldus on väga oluline kuivõrd investeeringu väärtpaberina kvalifitseerimine on muuhulgas üheks VPTS-i, EL-i õigusaktide ning nimetatud õigusaktidest tulenevate avalikustamiskohustuste kohaldamise eelduseks. Eeltoodust lähtuvalt on teine peatükk jagatud neljaks alapeatükiks. Esimeses alapeatükis käsitletakse väärtpaberi definitsiooni, selle määratlemise aluseid Saksamaal, Ameerika Ühendriikides ja Ühendkuningriigis ning väärtpaberina käsitletavaid instrumente. Vastavate instrumentide ning väärtpaberite määratlemise tunnuste analüüs on vajalik, kuna eraldi regulatsiooni puudumisel tuleb ühisrahastuse investeeringuid hinnata lähtuvalt väärtpaberi tunnustest. Teises ja kolmandas alapeatükis analüüsitakse spetsiifiliselt osaluspõhise ning laenu- ja lepingupõhise ühisrahastuse investeeringute võimalikku käsitamist väärtpaberina. Neljandas alapeatükis toob autor välja ühisrahastuse jaoks loodud eriregulatsiooni kohaldamise eeldused ning analüüsib eriregulatsiooniga uute instrumentide kasutuselevõtmise ning valiku põhjendatust.

Kolmandas peatükis analüüsib autor Saksamaal, Ameerika Ühendriikides ja Ühendkuningriigis kehtestatud ühisrahastuse regulatsioone avalikustamiskohustuse näitel ning toob selle alusel välja põhjendatud lahendused ühisrahastuse reguleerimise ning investorkaitse tagamise võimalustest Eestis. Ühisrahastuses kapitali kaasamisel edastab informatsiooni investeeringu kohta esmalt emitent. Seejärel edastab informatsiooni investoritele ühisrahastusportaal. Sellest tulenevalt on peatükk jaotatud kaheks. Esimene alapeatükk analüüsib vajadust emitentide avalikustamiskohustusele järele ning võrdleb seda VÕS § 14 lepingueelsetest suhetest tulenevate teavitamiskohustustega. Teise alapeatüki eesmärgiks on välja selgitada ühisrahastusportali tähtsus ja roll informatsiooni jõudmisel investorini ning seeläbi ka investorkaitse tagamisel. Arvestades töö eesmärki on peatüki lähtepunktiks investorite kaitse ja kapitali kaasamise hinna vahelise tasakaalu leidmine.



Autori poolt käsitletud teemal ei ole varasemalt üliõpilastöid Eestis kirjutatud ning asjakohane akadeemiline diskussioon on alles arenemas. Autorile teadaolevalt on ainsad ühisrahastust puudutavad magistritööd kirjutanud E. Mändul<sup>19</sup> ning K. Meekler<sup>20</sup>. Käesoleva magistritööga võrreldes on nimetatud tööd oma käsitluselt oluliselt erinevad. Varasemalt kirjutatud töödes keskendub E. Mändul üksnes otselaenamise portaalis sõlmitud laenulepingute ja nendega seotud vaidlustele. K. Meekler keskendub oma magistritöös seevastu investorkaitse tagamisele investeerimispõhise ühisrahastuse järelturul, mis on ajaliselt kapitali kaasamisele hilisem etapp. Magistritöö teema on aktuaalne, kuna ühisrahastusega seonduvatele probleemidele on hakatud Eestis tähelepanu pöörama alles paaril viimasel aastal. Sellest hoolimata on asjakohane õiguslik regulatsioon ebaselge. Vajadust selguse järele ilmestab ka seaduseelnõu vormis Finantsinspeksioon algatus ühisrahastuse reguleerimiseks<sup>21</sup> ning ühese, regulatsiooni puudumise tõttu Eestis ühisrahastusega tegelevad turuosalised leppinud kokku näiteks Ühisrahastuse Hea Tava<sup>22</sup> kasutamises.

Kuivõrd EL-i tasandil ühist regulatsiooni ei ole ning paljud riigid investorite kaitseks kehtestanud ühisrahastuse kohta oma regulatsiooni, kasutab autor ühisrahastuse analüüsimisel võrdlusena EL-i kõige arenenumaid ühisrahastuse regulatsioone ning sellega seonduvaid kapitaliturgude regulatsioone Ühendkuningriigis ja Saksamaal ning kõige esimest ühisrahastuse reguleerimiseks *Jumpstart Our Business Act*-i<sup>23</sup> (edaspidi *JOBS Act*) raames vastuvõetud regulatsiooni Ameerika Ühendriikides. Kuna Eestis on ühisrahastuse investorid peamiselt väikeste kogemustega jaeinvestorid, keskendub autor võrreldavuse tagamiseks *JOBS Act*-i puhul käesolevas magistritöös eelkõige kolmandale peatükile (*Title III*). Seda seetõttu, et teised peatükid reguleerivad muuhulgas ka asjatundlike investoritega seotud kapitali kaasamist, mis ei ole käesoleva magistritöö eesmärgiks.

---

<sup>19</sup> E. Mändul. Füüsiliste isikute vahelised otselaenamise platvormil sõlmitud laenulepingud ja nendest tulenevate vaidluste lahendamise viisid. Magistritöö. Tartu. 2014.

<sup>20</sup> K. Meekler. Investors' protection on crowdfunding secondary markets: a proportionate information disclosure regime. Magistritöö. Tallinn. 2016.

<sup>21</sup> Finantsinspeksioon. Algatus ühisrahastuse reguleerimiseks. 22.09.2016. Arvutivõrgus: [http://www.fi.ee/public/2016\\_09\\_Uhisrahastuse\\_seaduse\\_eelnou.pdf](http://www.fi.ee/public/2016_09_Uhisrahastuse_seaduse_eelnou.pdf) (29.04.2017).

<sup>22</sup> FinanceEstonia, Advokaadibüroo Deloitte Legal. Ühisrahastuse Hea Tava. Arvutivõrgus: <http://www.financeestonia.eu/wp-content/uploads/2016/02/%C3%9Chisrahastuse-Hea-Tava.pdf> (29.04.2017).

<sup>23</sup> JOBS Acti näol on tegemist algatusega, mille eesmärgiks on tervikuna julgustada väikeettevõtete rahastamist Ameerika Ühendriikides. JOBS Act koosneb erinevatest peatükkidest, millest ühisrahastusega seotud küsimusi reguleerib eelkõige kolmas peatükk, mida tuntakse ka nime all Regulation Crowdfunding. JOBS Actiga vastuvõetud muudatused viidi sisse ka peamistesse väärt-paberiturgu reguleerivatesse õigusaktidesse, kus sätestatud tingimuste täitmisel on ühisrahastuse puhul võimalik kasutada Regulation Crowdfunding'u erandit.

Põhiallikateks, mida autor töös kasutab on VPTS, VÕS ja äriseadustik<sup>24</sup> (edaspidi ÄS), kuna nimetatud õigusaktid võiksid ühisrahastusele kohalduda riigisisese materiaalõigusena. Seadusest tuleneva õiguse kõrval kasutab autor allikatena erinevaid EL-i ja rahvusvaheliste majandus- ja finantsinstitutsioonide arvamusi ning uuringuid selgitamaks välja ühisrahastuse ärimudeleid ning sellega seotud probleeme ja võimalusi ka teistes riikides. Samuti kasutab autor allikatena EL-i õigusakte, veebis kättesadavaid teadusartikleid, õiguskirjandust, finantsinspektsiooni seaduseelnõud ühisrahastuse reguleerimiseks, teiste riikide ühisrahastuse reguleerimiseks loodud õigusakte, ühisrahastusportaalide tingimusi ning piiratud ulatuses ühisrahastuse osas potentsiaalselt kohalduvat kohtupraktikat. Lisaks kasutab autor ühisrahastuse vastavate valdkondade ekspertide vähemakadeemilises vormis esitatud seisukohti ja arvamusi, kuna ühisrahastuse kiire arenguga seoses võivad mõned akadeemilised publikatsioonid olla juba vananenud.

Käesoleva magistritöö näol on tegemist kvalitatiivse uurimusega ning töö eesmärkide saavutamiseks on kasutatud võrdlev-analüütilist uurimismeetodit. Töö kvalitatiivsus avaldub selles, et ühisrahastuse osas kohalduva regulatsiooniga seotud küsimusi on analüüsitud teoreetiliselt, võrreldes VPTS ja eraõiguse sätteid teistes riikides ühisrahastusele kohalduva eriregulatsiooniga. Lisaks on proovitud leida lahendust avalikustamiskohustusega seotud küsimuste analoogia korras väärtpaberiõiguse vabatahtliku avalikustamisteooria alusel. Kuigi magistritöös analüüsitakse ka ühisrahastusportaalide tingimusi ja ühisrahastuses reaalselt sõlmitavaid lepinguid, ei ole magistritöö eesmärgiks teha selles osas mingisuguseid statistilisi järeldusi või anda magistritööle muud empiirilist mõõdet.

Magistritöö autor püstatab magistritöös kaks hüpoteesi. Esiteks kontrollitakse väidet, et ühisrahastuses kapitali kaasamisel ei ole põhjendatud investorite väiksem kaitse võrreldes kapitali kaasamisel kehtiva kapitaliturgude regulatsiooni alusel. Teiseks kontrollitakse väidet, et üksnes eraõiguslik regulatsioon ei taga ühisrahastuse investorite jaoks piisavat kaitset. Järeldused püstitatud hüpoteeside osas ja põhjendatud lahendused eespool tõstatud küsimustele on esitatud ülevaatlikul kujul magistritöö kokkuvõttes.

Käesolevat magistritööd iseloomustavad märksõnad Eesti märksõnastikust: ühisrahastus, finantseerimine, investorid, investeeringud.

---

<sup>24</sup> Äriseadustik - RT I, 22.06.2016, 32.

# 1. ÜHISRAHASTUSE REGULATSIOONI VAJADUS NING EESMÄRGID KAPITALITURGUDE REGULATSIOONI KONTEKSTIS

## 1.1. Investeeringispõhise ühisraha kontseptsioon

### 1.1.1. Investeeringispõhise ühisraha määratlus ning kapitali kaasamise protsess

Hoolimata ühisraha suurest populaarsusest, seal kaasaatavatest järjest suurematest finantseeringutest ning võrdlemisi ühiselt tunnustatud suurest potentsiaalist, on tihti ebaselge mida ühisraha all silmas peetakse. Näiteks ühe esimese teadaoleva akadeemilise definitsiooni kohaselt leiti, et „ühisraha hõlmab endas avatud üleskutset (*open call*), peamiselt läbi interneti, finantsressursside pakkumiseks kas annetuse vormis või vastutasuks tulevase toote eest või mingil kujul hüvitise eest toetamaks kindla otstarbega algatusi.“<sup>25</sup> Kuigi nimetatud definitsioon oli sellel hetkel kindlasti asjakohane ning ühisraha kui võrdlemisi tundmatu fenomeni defineerimisel suureks abiks, on ühisraha kiire arenguga muutunud oluliselt keerulisemaks ka selle sisu.

Ühisraha mõiste selgitamisel on käesoleva magistritöö autori hinnangul üks universaalsemaid kirjeldusi Rahvusvaheliselt Väärtpaberijärelevalve Organisatsioonilt (*International Organization of Securities Commissions*, edaspidi IOSCO). Nimelt on IOSCO märkinud, et ühisraha on üldmõiste, mis kirjeldab väikese hulga raha kogumist suure hulga isikute või organisatsioonide poolt, et finantseerida projekti, äri- või isiklikku laenu või muid eesmärke läbi veebipõhise platvormi.<sup>26</sup> Arvestades ühisraha senist dünaamilist arengut, on lõpliku või vähemalt ühese definitsiooni määratlemine hetkel väga keeruline. Nimetatud definitsiooni osas võib näiteks väita, et definitsioon ei vasta enam tegelikkusele väikese hulga raha osas.<sup>27</sup> Samas tulevad siit selgelt välja ühisraha kolm olulist omadust: 1) finantseeritav eesmärk; 2) raha kogumine suure hulga isikute või organisatsioonide poolt ning 3) veebipõhine platvorm (ehk vahendaja).

IOSCO jagas oma 2014. aasta raportis<sup>28</sup> finantstulul põhineva ühisraha (*financial return crowdfunding*) kaheks: 1) kasutajalt kasutajale laenamine (*peer-to-peer lending*) ning 2)

<sup>25</sup> P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher. Crowdfunding: Tapping the right crowd. Journal of Business Venturing. 2014, 29 (5). Lk 8. Arvutivõrgus: <http://ssrn.com/abstract=1836873> (29.04.2017).

<sup>26</sup> E. Kirby, S. Worner. International Organization of Securities Commissions. Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast. Staff Working Paper of the IOSCO Research Department. 2014. Lk 8. Arvutivõrgus: <http://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf> (29.04.2017).

<sup>27</sup> Näiteks Crowdfunder statistika kohaselt on ühisraha kogumaht suurenenud alates 2012. aastast 2,7 miljardilt dollarilt kuni 34,4 miljardi dollarini 2015. aastal.

CrowdExpert. Crowdfunding industry statistics 2015/2016 (viide 7).

<sup>28</sup> E. Kirby jt (viide 26), lk 8.

osaluspõhine ühisrahastus (*equity crowdfunding*). Seevastu Euroopa Komisjoni 2016. a raporti<sup>29</sup> jaotuse järgi jagatakse finantstulul põhinev ühisrahastus vastavalt peamistele ärimudelitele investeerimispõhiseks ühisrahastuseks (*investment-based crowdfunding*), laenamisel põhinevaks ühisrahastuseks (*lending-based crowdfunding*) ning faktooringul põhinevaks ühisrahastuseks (*invoice trading crowdfunding*). Erinevad lähenemised on käesoleva magistritöö autori hinnangul tõenäoliselt põhjustatud asjaolust, et IOSCO raport on võtnud aluseks finantsvarade klassikalise jaotuse laenuks ja osaluseks. Euroopa Komisjon on seevastu võtnud aluseks dünaamilisema lähenemise ning liigitanud ühisrahastuse olemasolevate ärimodelite järgi. Nimetatud lähenemistest võib autori hinnangul pidada asjakohasemaks ilmselt Euroopa Komisjoni liigitust, mis võetakse ka aluseks magistritöö edasises käsitluses. Seda eelkõige sellepärast, et ühisrahastuse senise kiire arengu, järjest keerulisemaks muutuvad ärimodelite ning tekkinud hübriidinstrumentide puhul muutuvad igasugused klassikalised jaotused liiga üldiseks.

Sarnaselt tõi ka ESMA 2014. aastal<sup>30</sup> eraldi ühisrahastuse liigina välja investeerimispõhise ühisrahastuse<sup>31</sup>, mis tähendab vastavalt Euroopa Komisjoni raportile olukorda, kus äriühingud väljastavad osalus-, laenu- või lepingupõhiseid instrumente (*debt or contractual instruments*) ühisrahastuse investoritele reeglina (kuid mitte alati) läbi veebiplatvormi.<sup>32</sup> Investeerimispõhine ühisrahastus on seega defineeritud investorile pakutava investeeringu liigi alusel ning sellega on hõlmatud erinevad instrumendid. Eeltoodu alusel võib seega öelda, et investeerimispõhine ühisrahastus koosneb kahest osast: 1) osaluspõhine ühisrahastus ning 2) laenu- või lepingupõhine ühisrahastus.

Samuti oluline tähele panna, et laenu- või lepingupõhise ühisrahastuse all ei mõelda klassikalist kasutajalt kasutajale laenulepingu alusel laenamist, vaid peetakse silmas keerulisi lepingulisi struktuure ning hübriidinstrumente, mis sarnanevad omadustelt rohkem väärtpaberile kui lihtsale laenulepingule. Nimetatud erisus on oluline, sest ühisrahastuse liigituste ning toimumispõhimõtetest arusaamine on eelduseks tõhusa ühisrahastuse

---

<sup>29</sup> European Commission. Crowdfunding in the EU Capital Markets Union. Commission staff working document. Brussels. 2016. Lk 32. Arvutivõrgus: [https://ec.europa.eu/info/system/files/crowdfunding-report-03052016\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/system/files/crowdfunding-report-03052016_en.pdf) (29.04.2017).

<sup>30</sup> European Securities and Markets Authority. Opinion. Investment-based crowdfunding (viide 9), lk 6, p 14.

<sup>31</sup> Siinkohal on vajalik mainida, et õiguskirjanduses kasutatakse, suuresti sõltuvalt riigist, väga erinevaid termineid ning paljudel juhtudel on sünonüümidenä kasutatud näiteks ühisinvesteering (*crowdinvesting*), investeerimispõhist ühisrahastust (*investment-based crowdfunding*), väärtpaberipõhist ühisrahastust (*securities-based crowdfunding*) ja osaluspõhist ühisrahastust (*equity crowdfunding*). Vaata selles osas täpsemalt: L. Hornuf, A. Schwenbacher. Crowdinvesting – Angel Investing for the Masses? Handbook of Research on Venture Capital: Volume 3. Business Angels, Forthcoming. 08.10.2014. Lk 2. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=2401515> (29.04.2017).

<sup>32</sup> European Commission. Crowdfunding in the EU Capital Markets Union (viide 29), lk 32.

regulatsiooni kehtestamisel. Teisisõnu on ühisrahastuse reguleerimiseks ja investorite kaitse tagamiseks vaja välja selgitada kuidas ühisrahastuse käigus investeerimine ning kapitali kaasamine reaalselt töötab. See on vajalik, kuna näiteks olemasolevast seadusest ühisrahastuse jaoks erandi kehtestamise puhul on vajalik see vähemalt mingisuguste tingimuste abil selgelt piiritleda või eraldi loodava seaduse alusel määratleda, millised äriühingud ja tegevused sellega hõlmatud on.

Kuigi ühisrahastusmodelite puhul on kahtlemata palju erisusi, võib käesoleva magistritöö autori hinnangul ühisrahastuses kapitali kaasamise tehnilise protsessi jagada üldistatud kujul kolmeks alljärgnevaks etapiks.

- 1) Esiteks võtab raha kaasata sooviv äriühing ühendust ühisrahastusportaaliga, räägib läbi kapitali kaasamise tingimused ning koostab informatiivse ülevaate, miks peaksid investorid sinna raha investeerima.
- 2) Teiseks avaldab<sup>33</sup> ühisrahastusportaal projekti info oma veebilehel, kus registreerunud kasutajatel on võimalik näha projekti tingimusi ja sellesse kokkulepitud ulatuses investeerida.
- 3) Kui investorid on investeerimisotsuse ühisrahastusportaal kinnitanud ning vastav leping on sõlmitud, vahendab portaal või kolmas isik kolmanda sammuna raha kokkulepitud ulatuses vastavatele kontodele, mille järel võib investeeringu lugeda tehtuks.

Seega on tegemist protsessiga, kus äriühingud soovivad kindla projekti finantseerimiseks suurelt hulgalt investoritelt raha läbi tehnilise ning reeglina veebipõhise portaali, mis võib sõltuvalt ärimudelist pakkuda ka erinevaid investeerimist hõlbustavaid teenuseid. Investoritele pakutakse nende raha kasutamise eest läbi erinevate finantsinstrumentide kas finantstulu või osalust ühingu. Sarnaselt on finantsinspeksioon ühisrahastuse seaduse eelnõu<sup>34</sup> § 4 lg-s 3 defineerinud ühisrahastust üldistatuna läbi ühisrahastusettevõtte, märkides pakutavate teenustena investorite ja rahastuse taotlejate huvide kokku viimiseks tehnilist või õiguslikku lahendust (projektide kohta informatsiooni avaldamine, laenu- ja investeerimislepingute sõlmimise hõlbustamine ning sõlmitud lepingute haldamine, rahaliste vahendite ülemineku korraldamine). Käesoleva magistritöö autori hinnangul on tegemist õnnestunud

---

<sup>33</sup> Tihti hindavad ühisrahastusportaalid ka kapitali kaasamise perspektiivikust ning on kehtestanud projekti vastuvõtmisele ja avaldamisele ka teatavad kriteeriumid. Näiteks on ka Eesti ühisrahastusportali Crowdestate kodulehel märgitud, et pakutakse põhjaliku taustakontrolli läbinud investeerimise võimalusi. Vaata täpsemalt: Crowdestate. Meie lugu. Arvutivõrgus: <https://crowdestate.eu/about> (29.04.2017).

<sup>34</sup> Finantsinspeksioon. Algatus ühisrahastuse reguleerimiseks (viide 21).

definiitsiooniga, mis iseloomustab adekvaatselt ühisrahastuse toimimist, kuid nõustub samas ka Eesti finantssektori esindusorganisatsiooni FinanceEstonia 13.01.2017. a pöördumisega, kus märgiti, et nimetatud loetelu ei tohiks olla kinnine, kuivõrd sedavõrd kiire arengutempoga valdkonnas ei ole seadusandjal võimalik ette näha kõiki ärimudeleid ja teenuseid.<sup>35</sup>

### **1.1.2. Kapitali kaasamine osaluspõhises ühisrahastuses**

Vastavalt Euroopa Komisjoni üldistatud liigitusele on osaluspõhise ühisrahastuse puhul levinud kaks peamist ärimudelit. Esimese mudeli puhul investeerivad investorid ühingu osalusse läbi ühisrahastusportaali ning saavad seega hoida ühingu osalust ise või kaudselt läbi esindaja, kus kolmas osapool hoiab osaluse omandiõigust investorite nimel, kes on väärtpaberi tegelikud kasusaajad.<sup>36</sup> Teise mudeli puhul toimub investeerimine kaudselt läbi osaluse eraldiseisvas juriidilises kehas (näiteks eriotstarbelise majandusüksuse (edaspidi: SPV) või läbi kollektiivse investeerimisskeemi (CIS)<sup>37</sup> struktuuri läbi, mille on loonud näiteks portaali), mis investeerib ühisrahastuse projekti ja hoiab osaluse omandiõigust.<sup>38</sup>

Seega on osaluspõhise ühisrahastuse abil kapitali kaasamiseks reeglina kaks võimalust: otseinvesteeringute ning kaudsete investeeringute kasutamine. Kõige lihtsamaks ja selgemaks osaluspõhise ühisrahastuse viisiks võib kahtlemata pidada otseinvesteeringute teostamist, mis sarnaneb enim traditsioonilisele reguleeritud turgudelt aktsiate avaliku emissiooni käigus kapitali kaasamisele. Sellisel viisil pakuvad investoritele võimalust oma osaluse ostmiseks reeglina aga pigem alustavad äriühingud, kellel on tõenäoliselt raskusi kapitali kaasamisega ning kelle jaoks oleks raske ka börsil noteerimine. Arvestades alustavate äriühingute kõrget läbikukkumismäära, võib investorite jaoks sellistesse äriühingutesse investeerimine olla väga kõrge riskiga, kuid investeerimise motivatsioon võiks olla osalusest saadav teoreetiliselt piiramatu tulu juhuks, kui suudetakse varajases staadiumis omandada mõne tulevase maailma suurettevõtte osalus.

Eestis ei ole kitsalt osaluspõhine ühisrahastus kuigi levinud ning autorile teadaolevalt on ainsaks otseinvesteeringuid kasutavaks ühisrahastusportaaliks Fundwise<sup>39</sup>, mis võimaldab investoritel kanda investeeringu summa üle raha kaasava äriühingu kampaania ajaks loodud

<sup>35</sup> FinanceEstonia. FinanceEstonia ettepanekud Finantsinspektsiooni poolt ühisrahastuse reguleerimise algatuse raames esitatud eelnõu muutmiseks ja täiendamiseks. 13.01.2017. Lk 6, p 6.

<sup>36</sup> European Commission. Crowdfunding in the EU Capital Markets Union (viide 29), lk 32.

<sup>37</sup> Eelkõige levinud pigem Ühendkuningriigis ja ei ole hetkel Eestis pigem relevantne. Vaata selles osas täpsemalt: Financial Conduct Authority. Unregulated collective investment schemes. 16.06.2016. Arvutivõrgus: <https://www.fca.org.uk/consumers/unregulated-collective-investment-schemes> (29.04.2017).

<sup>38</sup> European Commission. Crowdfunding in the EU Capital Markets Union (viide 29), lk 3.

<sup>39</sup> Fundwise. Arvutivõrgus: <https://fundwise.me/> (29.04.2017).

erikontole, mida äriühing saab kasutada pärast kampaania edukat lõppemist<sup>40</sup>. Eduka kampaania korral vabastatakse kaasatud raha äriühingu erikontolt ning kantakse äriühingu arveldusarvele.<sup>41</sup> Selle järel kantakse ka vastava äriühingu osalus investori investeerimiskontole.<sup>42</sup>

Kuigi nimetatud struktuur on lihtne ja läbipaistev, on näiteks Ühendkuningriigis otseinvesteeringutega konkureerivaks struktuuriks kaudse struktuuri kasutamine, mille peamiseks eestvedajaks on Ühendkuningriigi üks suuremaid ja tuntumaid ühisrahastusportaale Seedrs<sup>43</sup>. Nimelt kasutab Seedrs esindushoiu/käsundushoiu (*nominee structure*) struktuuri ning on toonud selle eelistena muuhulgas välja, et esiteks peab rahastatav *start-up* sellisel viisil suhtlema vaid ühe õigusliku osaniku/aktsionäri (Seedrs); teiseks toimub investoritega otsesuhtlus läbi Seedrs portaali; ning kolmandaks on välja toodud isegi, et *start-up* ei vaja juriste väljastpoolt, kuivõrd Seedrs hoolitseb ka kõige selle eest.<sup>44</sup> Investorite osas on eelistena välja toodud, et igal investoril on hääleõiguslikud osad/aktsiad, investorid on kaitstud lahjendamise (*anti-dilution*) ning kaasamüügi õiguse (*tag-along*) ja kaasamüügi kohustuse (*drag-along*) osas.<sup>45</sup> Autor mõnab, et kuigi nimetatud ärimudeli puhul võib olla võimalik saavutada investorite parem kaitse ühisrahastusportaali aktiivsema tegevuse tulemusena, tekitab see aga teatud määral potentsiaalse huvide konflikti küsimuse, kuivõrd ühisrahastusportaal tegutseb aktiivselt nii investorite kui ka raha kaasava äriühingu huvides.<sup>46</sup>

Autorile teadaolevalt Eestis selliseid isikupõhiseid hoidmise struktuure ei kasutata ja Fundwise kasutab otsest struktuuri. Kaudsetest struktuuridest oleks Eestis põhimõtteliselt võimalik kasutada esindajakonto süsteemi, mis erinevalt eelnevalt välja toodud Seedrs süsteemist on kontopõhine ja seob väärtpaberite hoidmise traditsioonilise keskregistrisüsteemi ja väärtpaberikonto süsteemiga. Samas ei saavutaks esindajakonto süsteemi kasutamine autori

<sup>40</sup> Fundwise. Korduvad küsimused. Arvutivõrgus: <https://fundwise.me/et/investorile-kkk> (29.04.2017).

<sup>41</sup> Fundwise. Korduvad küsimused (viide 40).

<sup>42</sup> Fundwise. Korduvad küsimused (viide 40).

<sup>43</sup> Seedrs. Arvutivõrgus: <https://www.seedrs.com/> (29.04.2017).

<sup>44</sup> J. Lynn. It isn't nominal – Why a Nominee Structure is Vital in Equity Crowdfunding. 04.02.2013. Arvutivõrgus: <https://www.seedrs.com/learn/blog/entrepreneurs/tips-tricks/nominee-structure-equity-crowdfunding> (29.04.2017).

<sup>45</sup> J. Lynn (viide 44).

<sup>46</sup> Vaata selles osas Ühendkuningriigi kohta täpsemalt näiteks: Financial Conduct Authority. Interim feedback to the call for input to the post-implementation review of the FCA's crowdfunding rules. Feedback Statement. 2016. Lk 28-29. Arvutivõrgus: <https://www.fca.org.uk/publication/feedback/fs16-13.pdf> (29.04.2017). Samuti on huvide konfliktiga seotud küsimused teravalt arutluse all olnud Ameerika Ühendriikides. Vaata selles osas täpsemalt näiteks: J.M. Heminway. The New Intermediary on the Block: Funding Portals under the CROWDFUND Act. UC Davis Business Law Journal. Vol. 13, p. 177. University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 219. 2013. Lk 196. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=2293248> (29.04.2017).

hinnangul Eestis vähemalt laia populaarsust. See tuleneb esiteks asjaolust, et osaluspõhine ühisrahastus ei ole veel väga levinud ning teistsuguste investeeringute käsitlemine väärtpaberitena ei ole veel selge ning teiseks ka seetõttu, et vastavalt Eesti väärtpaberite keskregistri seaduse<sup>47</sup> (edaspidi EVKS) § 6 lg-le 1 võib esindajakontot omada vaid Eesti väärtpaberituru kutseline osaline või kindlatele tingimustele vastavad välismaised juriidilised isikud. Kuigi sellise struktuuri kasutamine ühisrahastuse puhul ei ole täiesti välistatud, peab autor seda siiski mõnevõrra kaheldavaks, arvestades et ka õiguskirjanduses on leitud, et esindajakonto läbipaistvuse puudumisel ei pruugi ka Eestis võimaldada esindajakontol aktsiaid hoidvale isikule ÄS-s sätestatud õiguste teostamist.<sup>48</sup>

Nagu eelnevalt mainitud on lisaks esindajakonto süsteemile teiseks nn vahendaja süsteemiks ka SPV kasutamine. SPV ning esindajakonto kasutamise eesmärk on mõlemal juhul investorite suurest arvust tuleneva halduskoormuse ning regulatiivse poole lihtsustamine. Üldistatult võib öelda, et peamine erinevus on eraldi ühingu loomine SPV puhul ning lepingulise võimaluse kasutamine esindajakonto puhul ning esindajakontoga seotud probleemide valguses ilmselt ka osaluse tunnustamine. Eestis töötab teatud erisustega sarnasel põhimõttel näiteks Funderbeam<sup>49</sup>.

Funderbeami ärimudel on eelnevate ärimudelitega sarnane selles osas, et rahastataval äriühingul on samuti üks investor, mis maandab sarnaselt ka eelnevalt märgitud riske. Samas on olulise erisusena võetud kasutusele sündikaadi mudel, mis meenutab veidi fondiga sarnast struktuuri. Sisuliselt tähendab see, et igal *start-up*'il on oma juhtinvestor<sup>50</sup>, kes määrab kindlaks vastavad investeerimistingimused ja vastutab kogu suhtluse ja läbirääkimiste eest *start-up*'iga.<sup>51</sup> Kui mõlemad pooled on rahul, avatakse platvormil sündikaat, kuhu kogutakse kokku erinevate investorite investeeringud *start-up*'i investeerimiseks, mida hoitakse SPV-s ning mida korraldab juhtinvestor.<sup>52</sup> Autori hinnangul on investorite kaitse aspektist nimetatud struktuuri eeliseks kahtlemata juhtinvestori kasutamine, mis vähemalt teoorias võiks kogenud juhtinvestori puhul lisaks väikesest osalusest tulenevate riskide vähendamisele, tähendada ühisrahastuse investorite jaoks ka paremaid tingimusi ja seega vähendatud investeerimiskiski.

---

<sup>47</sup> Eesti väärtpaberite keskregistri seadus - RT I, 31.12.2016, 25.

<sup>48</sup> K. Promet. Väärtpaberite esindajakontol hoidmisega seotud emitendi, investor ja esindajakonto omaja õigused ja kohustused. Magistritöö. Tartu 2015. Lk 41.

<sup>49</sup> Funderbeam. Arvutivõrgus: <https://markets.funderbeam.com/> (29.04.2017).

<sup>50</sup> Funderbeam. What is a lead investor and how do I become one? Arvutivõrgus: [https://blog.funderbeam.com/faq\\_item/what-is-a-lead-investor-and-how-do-i-become-one/](https://blog.funderbeam.com/faq_item/what-is-a-lead-investor-and-how-do-i-become-one/) (29.04.2017).

<sup>51</sup> Funderbeam. How do syndicates work? Arvutivõrgus: [https://blog.funderbeam.com/faq\\_item/how-do-syndicates-work/](https://blog.funderbeam.com/faq_item/how-do-syndicates-work/) (29.04.2017).

<sup>52</sup> Funderbeam. How do syndicates work? (viide 51).



### 1.1.3. Laenupõhiste ja lepinguliste struktuuride abil ühisrahastuses kapitali kaasamine

Euroopa Komisjon on laenupõhiste ning lepinguliste struktuuride alusel kapitali kaasamise osas toonud välja kaks peamist ärimudelit. Esimesena tüüpilise laenul põhineva investeerimispõhise ühisrahastuse vormina on välja toodud fikseeritud intressimääraga võlakirjade (näiteks minivõlakiri) või vahetusvõlakirjade (kus võlakirjad on hiljem võimalik konverteerida osaluseks eelnevalt määratud konverteerimismääraga) kasutamisel põhinev ärimudel.<sup>53</sup> Teisena on toodud välja kasumi / käibe jagamisel põhinev ühisrahastuse mudel, kus ühingud saavad jagada tulevasi kasumeid või käibeid investoritega, saades vastutasuks rahastuse (sealjuures ei omanda investor mistahes pikaajalist osalust ühingu läbi väärtpaberite).<sup>54</sup> Samuti selgitas Euroopa Komisjon, et tihti reguleeritakse selliseid ühisrahastuse vorme läbi lepinguliste instrumentide (näiteks vaikiv seltsing), mis ei kvalifitseeru väärtpaberina ühinguõiguse mõttes.<sup>55</sup>

Laenupõhiste väärtpaberite ning lepinguliste struktuuride kasutamine ühisrahastuses on osaluspõhisest ühisrahastusest märksa erinev. See tuleneb suuresti ka eelnevalt mainitud asjaolust, et paljude ärimudelite puhul võivad investeeringud olla struktureeritud selliselt, et vältida mingisuguses kindla regulatsioonis kohaldumist, mis on investeeringu tasandil võimalik eelkõige vältides väärtpaberina kvalifitseerumist. Autor analüüsib selliste ühisrahastuse investeeringute käsitlemist väärtpaberitena täpsemalt peatükis 2.3. Üldistatult võib öelda, et ühisrahastuses pakutavad võlakirjad on oma olemuselt tavapärased noteerimata võlakirjad, millel on kaks peamist erisust. Vastavate erisustena on õiguskirjanduses välja toodud, et esiteks ei saa minivõlakirjadega reeglina kaubelda, mistõttu tuleb neid hoida kuni lunastamiseni ning teiseks võivad minivõlakirju väljastada väikese ja keskmise suurusega ettevõtted ja mõnedes riikides võivad neid väljastada ka alustavad ettevõtted.<sup>56</sup>

Kõige enam on minivõlakirjade kasutamine levinud Ühendkuningriigis, mille kõige tuntum pakkuja on tõenäoliselt Crowdcube,<sup>57</sup> kus on minivõlakirjade abil raha kaasatavad summad järjest kasvanud jõudes 2017. a jaanuaris 10 miljoni naelani.<sup>58</sup> Eestis autorile teadaolevalt minivõlakirju otseselt ei pakuta. Kuigi vajadus selliste instrumentide järele võib olla

<sup>53</sup> European Commission. Crowdfunding in the EU Capital Markets Union (viide 29), lk 32.

<sup>54</sup> European Commission. Crowdfunding in the EU Capital Markets Union (viide 29), lk 32.

<sup>55</sup> European Commission. Crowdfunding in the EU Capital Markets Union (viide 29), lk 32.

<sup>56</sup> R. Bottiglia, F. Pichler. Crowdfunding for SMEs. A European Perspective. Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions. Palgrave Macmillan UK. 2016. Lk 109.

<sup>57</sup> Crowdcube. Arvutivõrgus: <https://www.crowdcube.com/> (29.04.2017).

<sup>58</sup> Crowdfund Insider. Biggest Ever Crowdfund: BrewDog's £10 Million Mini Bond Raise on Crowdcube. 10.01.2017. Arvutivõrgus: <https://www.crowdfundinsider.com/2017/01/94559-biggest-ever-crowdfund-brewdogs-10-million-mini-bond-raise-crowdcube/> (29.04.2017).

põhjendatud kapitali kaasamisega, muudavad eelnevalt nimetatud kaks peamist erisust investeringud investorite jaoks ka oluliselt riskantsemaks. Eelkõige on problemaatiline asjaolu, et võidakse investeerida näiteks kõrge ebaõnnestumismääraga alustavatesse äriühingutesse ning kuna investering ei ole kaubeldav, puudub investoritel niigi väga riskantsest investeringust ka väljumisvõimalus. Kuna minivõlakirjad ei nõua tingimata tagatist ning erinevalt tavalistest võlakirjadest ei ole minivõlakirjadele reeglina kohustuslik ka krediidiireitingu väljastamine,<sup>59</sup> on autori hinnangul investorite jaoks tegemist ebalikviidse ja väga riskantse instrumendiga, mis vajaks enne kasutusele võtmist selget regulatsiooni. Hoiatavatest näidetest läks näiteks Saksamaal 2015. aastal pankrotti esialgu minivõlakirjadele sarnast ärimudelit kasutanud *Mittelstandsbond* pärast seda, kui 34 emitenti ei suutnud enam oma kohustusi täita.<sup>60</sup> Samuti on tõsisemaid probleeme olnud näiteks Ühendkuningriigi minivõlakirjade reguleerimata turul, kus rohkem kui 900 investorit kaotasid oma säästud investeerides reguleerimata Secured Energy Bonds plc võlakirjadesse.<sup>61</sup>

Kasumi / käibe jagamisel põhinevale ühisrahastuse mudelile on Eestis tõenäoliselt kõige lähedasem Eesti ühe suurema ühisrahastusportaali Crowdestate mudel, kus projekte finantseeritakse laenulepingute alusel, mille kasumlikkus on tihti otseses sõltuvuses projekti edukusega. Näiteks on Crowdestate paljude projektide finantseerimismudelina<sup>62</sup> kasutanud struktuuri, kus ühisrahastusportaal asutab projekti jaoks SPV, mis koondab laenulepingute alusel investorite raha ning omandab seejärel teatud protsendi suuruse osaluse kinnisvara arendust ellu viivas SPV-s. Tulu teenitakse arendusprojekti kasumi jaotamisena (vahel ka samaaegselt intressimaksetega), mis tähendab, et investorile makstav intress sõltub otseselt ettevõtlustegevusest ning projekti tulemustest.

Magistritöö autor mõonab, et Crowdestate kasutab projektide finantseerimisel ka teistsuguseid struktuure, kuid autorile teadaolevalt on üldreeglina tegemist laenulepingute, eraldi asutatava SPV-ga ning erinev on reeglina vaid asjaolu, kas omandatakse ka projektiga seotud äriühingu osalus. Kuigi nimetatud ärimudeli alusel rahastatakse tihti ka kogenud ning arvestatava ajalooga äriühinguid, seisneb riskantsus investorite jaoks kahtlemata selles, et enda kanda võetakse ka märksa suurem ettevõtlusrisk. Kindlasti ei tähenda eeltoodu, et selline ärimudel

<sup>59</sup> R. Bottiglia jt (viide 56), lk 112.

<sup>60</sup> R. Bottiglia jt (viide 56), lk 112.

<sup>61</sup> Financial Times. £7m mini-bond: Investors threaten legal action. 07.04.2016. Arvutivõrgus: <https://www.ft.com/content/ae35480c-fcbb-11e5-b5f5-070dca6d0a0d> (29.04.2017).

<sup>62</sup> Vaata näiteks järgnevaid projekte: Crowdestate. Pärnu mnt 457, 10916 Tallinn korterelamute detailplaneering. Arvutivõrgus: <https://crowdestate.eu/opportunity/187> (29.04.2017), Crowdestate. Peterburi tee 98, 11415 Tallinn hüpermarketi arendusprojekt. Arvutivõrgus: <https://crowdestate.eu/opportunity/234> (29.04.2017) ja Crowdestate. Saules aleja 2A, LV-1002, Riga korterelamu hinnatud Agenskalnsi piirkonnas. Arvutivõrgus: <https://crowdestate.eu/opportunity/242> (29.04.2017).

oleks investorite jaoks otseselt halvem kui mõned teised. See tähendab lihtsalt seda, et tegemist on lihtsalt teistsuguse instrumendiga kõrgema riskitaluvusega investoritele. Samuti võib tervitatavaks pidada finantsinnovatsioon Eesti turul, kus kapitali kaasamine on reeglina raskendatud. Küll aga on magistritöö autoril kahtlusi selles kui paljud investorid reaalselt aru saavad, mis tingimustel nad raha investeerivad. Selge teabe ja informatsiooni saamine on kriitiline, arvestades et nimetatud ühisrahastuse investeeringute puhul on tihti tegemist omakapitali finantseerimisega, mis tähendab raha kaasava äriühingu jaoks küll suuremat omakapitali tootlust, kuid investorite jaoks kõige suurema riski võtmist. Täpsemalt analüüsib autor analüüsib kasumi jagamisel põhineva laenuga probleeme täpsemalt peatükis 2.3.2.

## **1.2. Ühisrahastuse regulatiivsed kaalutlused kapitali kaasamise lihtsustamisel ning investorkaitse tagamisel**

### **1.2.1. Ühisrahastuse regulatsioon kui investorkaitse ja kapitali kaasamise osa**

Kapitaliturgude regulatsioon peab reeglina arvestama erinevate poolte huvidega. Majanduse efektiivse toimimise huvides on äärmiselt oluline äriühingutele sobivate rahastamisvõimaluste loomine. Samas ei saa see olla regulatsiooni ainus eesmärk, kuivõrd tõhus regulatsioon peab reeglina lähtuma laiematest eesmärkidest. Näiteks Prospektidirektiivi loomise peamisteks kaalutlusteks oli lihtsustada emitentide turulepääsu ning tagada samal ajal investorite kaitse. Nimelt on õiguskirjanduses välja toodud, et kuigi Prospektidirektiiv loodi algselt emitentide piiriülese kapitali kaasamise toetamiseks, oli see mõeldud ka väikeinvestorite kapitaliturgudel julgustamiseks ning orienteeritud tugevalt tavainvestori (*retail investor*) kaitsele.<sup>63</sup> Õiguskirjanduses on samuti märgitud, et Prospektidirektiivi hilisemates muudatustes on pööratud suuremat tähelepanu äriühingute administratiivse koormuse vähendamisele, kuid samal ajal oli diskussiooni osaks endiselt ka investorkaitse tagamise küsimused.<sup>64</sup> Kuivõrd ühisrahastuses kapitali kaasamine on vähemalt majanduslikus mõttes äärmiselt sarnane kapitaliturgudele, on ka ühisrahastuse puhul vajalik hinnata milliseid eesmärke peaks arvestama ning keda ja millises ulatuses oleks vajalik kaitsta.

Eestis on Riigikohus lahendis 3-1-1-70-11 märkinud, et reguleeritud väärtpaberituru toimimisel on kolm põhilist eesmärki, mis on samas selle õigus- ja korrapärasel toimimisel ka toimimise tagajärjed: 1) teabe hankimise kulude vähendamine - investoritele edastatakse

---

<sup>63</sup> N. Moloney. How to Protect Investors. Lessons from the EC and the UK. Cambridge University Press. 2010. Lk 9.

<sup>64</sup> P. Schammo. New Perspectives on regulatory competition in securities markets. Cambridge University Press. 2011. Lk 75.

üheaegselt samasugust õiget teavet ning iga üksik investor ei pea kandma lisakulusid teabe hankimiseks (info sümmeetria tagamine); 2) hinna kujundamine ehk väärtpaberile nõudluse ja pakkumise vahekorras tasakaaluhinna leidmine (väärtpaberi ja äri õige väärtuse määratlemine); 3) likviidsuse ehk kaubeldavuse pakkumine (nõudluse ja pakkumise vahendamine).<sup>65</sup> Samuti tõi Riigikohus nimetatud lahendis välja, et väärtpaberituru tõhusaks toimimiseks on eelkõige vajalik sellel osalejate usaldus turu vastu ning, et usalduse tekkimise jaoks on oluline ajakohaselt õige, täpse ja täieliku teabe kättesaadavus väärtpaberite ja nende emitentide kohta ning pakkumuste ja tehingute tegemise kohta.<sup>66</sup>

Nimetatud eesmärgid võivad ühisrahastuse puhul tunduda esmapilgul mõnevõrra võõrad ning eemalseisvad. Samas on väljenduvad nimetatud eesmärkide mittesaavutamises teisiti vaadates ka ühisrahastuse riskid. Näiteks Euroopa Komisjon on toonud ühisrahastuse riskidena välja 1) osa või kogu investorite kapitali kaotamist või mitte oodatava tulu saamist; 2) osalusel põhineva ühisrahastuse puhul lahjendamist (kui äriühing kaasab ka edaspidi kapitali); võimatust investeringust väljuda (näiteks järelturu puudumise tõttu); 3) ebapiisavat informatsiooni või võimatust hinnastada korrektselt väärtpabereid millesse investeeriti või valeinfo saamist (nii investeerimiseelses faasis kui ka investeeringu hoidmise ajal); 4) konflikte ning huvide lahknevust emitentide, portaalide ning investorite vahel; 5) portaalipidaja maksejõuetust, eriti seoses olemasolevate nõuete järjepideva teenindamisega (näiteks dividendi või intressi maksed) ning kliendi varade kaitsega; 6) kliendi andmete turvalisust, portaalide kasutamist ebaseaduslikuks tegevuseks, pettust (nii investorite kui ka projektide jaoks) ning seonduvat reputatsiooniriski portaalide jaoks.<sup>67</sup> Nimelt on Euroopa Komisjoni väljatoodud väärtpaberi hinnastamise, ebapiisava või valeinfo saamise ning investeeringust väljumise võimatus riskide lahendamine ka Riigikohtu poolt väljatoodud väärtpaberituru regulatsiooni otsesteks eesmärkideks.

Samas tuleb siinkohal tähele panna, et väärtpaberituru eesmarke kolmeks jagades lähtus Riigikohus (lahendi kontekstis küll arusaadavatel põhjustel) eelkõige investorkaitsest. Tegelikult on väärtpaberiturgudel funktsioone rohkem. Nii võiks autori hinnangul lisaks juba väljatoodud teabe hankimisele (või ka tervikuna tehingukulude alandamisele), tasakaalu hinna leidmisele ning likviidsusele tuua väga olulise funktsioonina välja ettevõtjate võimaluse raha kaasamiseks ning sellega seoses ka investorite jaoks kapitali paigutamise võimalused just neile sobivatesse instrumentidesse, mille olulisus ilmneb ka ühisrahastuse puhul.

<sup>65</sup> RKKKo 3-1-1-70-11, p 16.

<sup>66</sup> RKKKo 3-1-1-70-11, p 16.

<sup>67</sup> European Commission. Crowdfunding in the EU Capital Markets Union (viide 29), lk 16.

Eeltoodud alusel võib seega väita, et ka ühisrahastuse puhul on peamine kaalumiskoht, kuidas tagada ühelt poolt ettevõtjatele paindlikud võimalused kapitali kaasamiseks ning samal ajal investorite kaitse. Küsimus ei ole iseenesest uus kuivõrd kapitali kaasamise ning investorkaitse tagamine vaheline tasakaal on olnud kapitaliturgudega seotud akadeemiliste arutelude objektiks juba alates esimeste vastavate seaduste vastu võtmisest.<sup>68</sup> Samas jääb nimetatud tasakaalu leidmise vajadus regulatsiooni põhiliseks raskuspunktiks ilmselt ka edaspidi. Sarnaselt on ka õiguskirjanduses leitud, et kapitaliturgude arengu ning uue regulatsiooni või muudatuste käigus nihkub tasakaal reeglina ühe või teise poole kasuks.<sup>69</sup> Nii võib näiteks majanduse elavdamiseks kapitali kaasamise regulatsiooni lõdvendamine tuua ühel hetk kaasa olukorra, kus investorid jäävad ilma oma investeeringutest. See toob üldistatult reeglina kaasa rangemate investorkaitse sätete loomise kuni hetkeni mil tasakaal on nihkunud investorite kasuks ja vajab taaskord teisiti parandamist.

Autori hinnangul on väärtpaberituru eesmärgid veel üldisemalt tasemel võtta kokku näiteks Ameerika Ühendriikide Väärtpaberijärelevalve (*Securities Exchange Commission*, edaspidi SEC) tegevuseesmärkide kaudu: kaitsta investoreid, tagada aus ja efektiivne turg ning edendada kapitali kaasamist.<sup>70</sup> SEC endine komisjonär (*Commissioner*) D.M. Gallagher on märkinud, et need kolm eesmärki on omavahel lahutamatult seotud ning liiga tihti räägitakse neist kui kaugetest, isegi omavahel konkureerivatest prioriteetidest ning viimast kahte eesmärki vahel ka lihtsalt ignoreeritakse.<sup>71</sup> Gallagher toob välja, et sellest järelduvalt ei saa kaitsta investoreid elimineerides riski täielikult kuivõrd riski täielik elimineerimine oleks võimatu ilma võimaluste elimineerimiseta, mille tõttu investorid algselt investeerivad.<sup>72</sup> Kokkuvõttes on Gallagheri arvates lahenduseks kaitsta investoreid teatud riskide kategooriate eest – mitte investeeringute langeva väärtuse tururiski eest, vaid riskide eest, mida põhjustavad hoolimatud turuosalised, kes eksitavad, petavad ja varastavad.<sup>73</sup>

Autor nõustub eelnimetatud käsitlesega ning leiab võtab selle käsitlese magistritöös aluseks. Siinkohal tuleb samuti märkida, et kuigi kapitali kaasamise vajalikkust investorkaitse kõrval

---

<sup>68</sup> Vaata näiteks: W.O. Douglas. Protecting the Investor. Yale Review. 1934.

<sup>69</sup> W. K. Sjostrom. Rebalancing Private Placement Regulation. 36 Seattle University Law Review 703 (2013, Forthcoming). Arizona Legal Studies Discussion Paper No. 13-03. Lk 703. Arvutivõrgus: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2201113](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2201113) (29.04.2017).

<sup>70</sup> U.S. Securities and Exchange Commission. The role of the SEC. Arvutivõrgus: <https://investor.gov/introduction-investing/basics/role-sec> (29.04.2017).

<sup>71</sup> D.M. Gallagher. Keynote Speech at the 7th Gulf Cooperation Council Regulators' Summit. 26.02.2013 Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1365171515006> (29.04.2017).

<sup>72</sup> D.M. Gallagher (viide 71).

<sup>73</sup> D.M. Gallagher (viide 71).

teadvustatakse ning luuakse selleks sobivaid tingimusi ka mujal,<sup>74</sup> tuleb investorkaitsele keskenduvate eesmärkide mitmekülgne roll kõige paremini välja just Ameerika Ühendriikide näitel. Seda ilmestab muuhulgas hästi ka asjaolu, et 2012. aastal vastu võetud *JOBS Act*'i regulatsiooni aluseks oleva akadeemilise diskussiooni<sup>75</sup> osaks sai aegsasti ka SEC juhatuse esimees M. Schapiro, kes tõi oma kirjas Ameerika Ühendriikide Esindajate koja Järelevalve ja Valitsuse Reformi Komitee (*Committee on Oversight and Government Reform of the House of Representatives*) juhatuse esimehele ühisrahastuse välja kui uue kapitali kaasamise strateegia.<sup>76</sup> Ühisrahastuse pooldajate soovi ühisrahastuse jaoks *Securities Act*'is<sup>77</sup> erandi kehtestamise osas märgiti samas kirjas, et SEC peab silmas pidama oma kaheksakümneid kohustusi nii kapitali kaasamiseks kui investorite kaitsmise osas.<sup>78</sup>

Õiguskirjanduses on samuti leitud, et ühisrahastusel on kapitaliturgude näitel olnud kaks peamist efekti. Esiteks tõuseb ühisrahastus esile olulise, odava meetodina kaasamaks kapitali avalikkuselt ning laiendades seega ettevõtlusvõimalusi.<sup>79</sup> Teiseks lõhub ühisrahastus regulatiivse barjääri asjatundlike ning tavainvestorite vahel ning võimaldab vähemalt teatud ulatuseni, tavalistele mitteakrediteeritud investoritele võimaluse investeerida võõrastesse *start-up*'idesse ning väiksematesse ettevõtetesse.<sup>80</sup>

Autori hinnangul on sarnaseid efekte võimalik tuua välja ka Eesti puhul. Investeerimispõhine ühisrahastus Eestis hetkel üheselt reguleeritud ei ole, mis tähendab, et kapitali kaasamist vahendavad ühisrahastusportaalid reeglina tegevuslubasid taotlema ei pea ning ei kuulu Finantsinspektsiooni järelevalve alla. See omakorda vähendab halduskoormust, mis võimaldab ka väiksemate kuludega kapitali kaasata. Regulaatiivse barjääri osas võib pigem öelda, et ühisrahastuse kaudu on investeerimine toodud märksa laiema sihtgrupini, kes muidu ehk investeerimisega ei tegeleks. Kuigi investeerimise toomist laiema sihtgrupini võib pidada

<sup>74</sup> Näiteks Ühendkuningriigis on tehtud suuri jõupingutusi uute ettevõtete või ärimudelite turule sisenemise hõlbustamiseks luues erinevaid initsiatiive näiteks tehnoloogiaettevõtetele või üldisemalt regulatiivse testkeskkonna (*Regulatory Sandbox*), mis võimaldab ettevõtetel uusi ideid testida. Vaata selles osas täpsemalt: Financial Conduct Authority. Our future Mission. 2016. Lk 41. Arvutivõrgus: <https://www.fca.org.uk/publication/corporate/our-future-mission.pdf> (29.04.2017).

<sup>75</sup> Diskussiooni sisuks olid erinevad küsimused, kuidas on osad ühisrahastusportaalid ja ühisrahastuse projektid (eriti sellised, mis pakkusid rahastajatele kasumi jaotamise võimalusi) kooskõlas väärtipaberituruseadustega. Vaata selles osas täpsemalt: J.M. Heminway, S.R. Hoffman. Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933. Tennessee Law Review, Vol. 78. 2011. University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 154. Lk 882. Arvutivõrgus: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1875584](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1875584) (29.04.2017).

<sup>76</sup> M. Schapiro letter to D.E. Issa, Chairman of the Committee on Oversight and Government Reform. 06.04.2011. Lk 22. Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/news/press/schapiro-issa-letter-040611.pdf> (29.04.2017).

<sup>77</sup> Securities Act of 1933. As amended through P.L. 112-106, approved 05.04.2012. Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf> (29.04.2017).

<sup>78</sup> M. Schapiro letter to D.E. Issa (viide 76), lk 22-23.

<sup>79</sup> A.A. Schwartz. Crowdfunding Securities. Notre Dame Law Review, Vol. 88, Iss. 3. 2013. Lk 1466.

<sup>80</sup> A.A. Schwartz (viide 79), lk 1466.

tervitatavaks, on see samas problemaatiline. Nimelt on ilma sisuliste piirangute ning järelevalveta äärmiselt keeruline tagada investorite kaitset. See on eriti oluline kui arvestada, et tegemist on ühisrahastuses on tegemist reeglina eelneva investeerimiskogemusega isikutega ning kaasatavad summad ületavad pidevalt ning mitmekordselt prospekti koostamise künnise.<sup>81</sup> Samas on selge, et investorkaitse ei saa olla absoluutne eesmärk, vaid peab olema proportsionaalselt tasakaalus kapitali kaasamise edendamisega, et kaitstavatel investoritel jääks alles ka võimalus, kuhu investeerida.

### **1.2.2. Ühisrahastuse regulatsioon kui ettevõtluse rahastamise ja kapitali kaasamise piirang**

Lisaks eelnevalt välja toodud ühisrahastuse riskidele, on ühisrahastusega seotud ka erinevaid hüvesid. Näiteks IOSCO on toonud välja, et olulisteks ühisrahastusega kaasnevaks hüvedeks võib pidada näiteks traditsioonilisele kapitali kaasamisele uue alternatiivi tekkimist, pankade poolt jäetud tühimiku täitmist, madalamat kapitali kaasamise hinda ning tervikuna kuluefektiivsust.<sup>82</sup> Samuti on IOSCO leidnud, et ühisrahastus aitab kaasa majanduskasvule tervikuna läbi väikeste- ja keskmise suurusega ettevõtete finantseerimise ning annab traditsioonilistele finantseerimise pakujatele täiendava initsiatiivi innovaativseks, kulude vähendamiseks ning efektiivsuse suurendamiseks.<sup>83</sup>

Kapitali madalamast hinna ja kuluefektiivsuse puhul on üheks oluliseks faktoriks kahtlemata kohalduv regulatsioon. Näiteks Ameerika Panganduse Assotsiatsioon (*American Banking Association*) on välja toonud, et pankadele kohalduvad ulatuslikud ning järjest suurenevad eriregulatsiooni nõuded on toonud kaasa olukorra, kus 27% pankadest ei ole regulatiivsete kulutuste või –riskide tõttu toonud turule uusi tooteid ning 31% pankadest on uute toodete turule toomise edasi lükanud hindamaks sellega kaasnevat regulatiivset mõju.<sup>84</sup> Ärikonsultatsiooni ettevõtte Bain & Company on leidnud, et riskijuhtimise ning vastavuskontrolliga seotud kulud ulatuvad keskmiselt 15 kuni 20%-ni panga igapäevase tegevusega seotud kuludest.<sup>85</sup> Seega võib väita, et kohalduval regulatsioonil on erinevate finantstoodete loomisel oluline roll. Ühisrahastuse osas on siinkohal oluline tähele panna, et

---

<sup>81</sup> Näiteks Crowdestate ühisrahastusportaal ei ole olnud ühtegi rahastatud ühisrahastusprojekti, mis jääks alla VPTS-is sätestatud prospekti koostamise piirmäära.

<sup>82</sup> E. Kirby jt (viide 26), lk 21-22.

<sup>83</sup> E. Kirby jt (viide 26), lk 21-22.

<sup>84</sup> American Bankers Association. An Avalanche of Regulation. 2014. Lk 4. Arvutivõrgus: <https://www.aba.com/Issues/Index/Documents/2014RegBurdenInfographic.pdf> (29.04.2017).

<sup>85</sup> Bain & Company. Banking Regtechs to the Rescue? 18.09.2016. Arvutivõrgus: <http://www.bain.com/publications/articles/banking-regtechs-to-the-rescue.aspx> (29.04.2017).

selle kiirele arengule ja kasvule on lisaks tehnoloogilisele arengule aidanud kindlasti kaasa sarnase regulatsiooni puudumine või oluliselt leebem regulatsioon, mis toob endaga kaasa kapitali madalama hinna ning kuluefektiivsuse.

Kui keerulised regulatiivsed nõuded takistavad oluliselt majanduse arengut ja ettevõtluse tegevust võib tõstatada küsimuse, kas regulatsiooni on üldse vaja? Autor mõonab, et kuivõrd ühisrahastuse puhul on tegemist pigem finantsteenuse ja investeerimise tunnustele vastava tegevusega, võib küsimus esmapilgul tunduda kohatu. Samas on selline provokatiivne küsimus tõstatatud ka õiguskirjanduses, küsides „kui väärtpaperiseadused on nii koormavad ja ei too kaasa sotsiaalset hüve, siis miks üldse reguleerida?“<sup>86</sup> Samuti jõuti sarnase küsimuseni regulatsiooni vajadusest ka Finantsinspeksiooni eelnõu vormis esitatud algatuse osas ühisrahastuse reguleerimiseks. Nimelt heitis FinanceEstonia oma 13.01.2017. a pöördumises eelnõu osas ette liigset halduskoormust, märkides et eelnõu praeguse olukorraga ühisrahastuse turuosaliste perspektiivist mingit uut kvaliteeti ei loo ning tõid esile pigem eneseregulatsiooni Ühisrahastuse Hea Tava näol.<sup>87</sup> Siinkohal on vajalik märkida, et FinanceEstonia pöördumises peeti siseriikliku seaduse kehtestamist siiski vajalikuks minimaalses ulatuses, mida ei saa lahendada pehmete reeglitega nagu hea tava või finantsinspeksiooni juhised.<sup>88</sup> Sellest hoolimata leidis FinanceEstonia siiski, et seadus tuleb jätta sellisel kujul välja töötamata, hoida ressursi siseriikliku õiguse muutmise tagamisel EL üldiste suuniste taustal ning panustada Ühisrahastuse Hea Tava juurutamisesse.<sup>89</sup>

Kuigi regulatsiooni kehtestamise vajadus võib olla osaliselt ka maailmavaate küsimus suuremast või väiksemast vajadusest riigi järele, on siinkohal raske ignoreerida väikeettevõtete finantseerimisega seotud probleeme, mille lahendusse võiks ühisrahastus lihtsa, kuluefektiivse ning odava kapitali hinna pakkujana panustada. Nimelt on ka õiguskirjanduses välja toodud, et pankade poolt jäetud finantseerimistühimikku võib pidada aktuaalseks ilmselt terves Euroopas, kuivõrd enamus väikese ning keskmise suurusega ettevõtted on harjunud finantseerimisvajadusega pöörduma eelkõige traditsiooniliste rahastamise vahendite poole nagu pangalaenu ja krediit.<sup>90</sup> Sõltuvus pankadest võib tõenäoliselt tekitada raskusi aga olukorras, kus pangast vastavate tagatiste, piisava sissetuleku või nõutava krediidi ajaloo puudumisel laenu ei anta, mis võib omakorda tuua kaasa erinevaid

<sup>86</sup> T.A. Martin. The Jobs Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles with the Demands of the Crowd. 12.04.2012. Lk 17. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=2040953> (30.04.2016).

<sup>87</sup> FinanceEstonia. Ettepanekud (viide 35), lk 1-2.

<sup>88</sup> FinanceEstonia. Ettepanekud (viide 35), lk 1.

<sup>89</sup> FinanceEstonia. Ettepanekud (viide 35), lk 2.

<sup>90</sup> D. Brüntje, O. Gajda. Crowdfunding in Europe: State of the Art in Theory and Practice. FGF Studies in Small Business and Entrepreneurship. Springer. 2016. Lk 19.



tagajärgi alates projekti läbi viimata jätmisest kuni äriühingu pankrotini. Panga poolt kehtestatud tingimustele vastavatel ettevõtetel tuleb laenu saamisel arvestada aga ulatuslike tagatis- ja muude allutatud kokkulepetega.<sup>91</sup>

Autor toob välja, et lisaks pankade jäetud tühimikule, ei pruugi alustavate ettevõtjate jaoks olla piisavaid alternatiive ka mujal. Näiteks võib pidada problemaatiliseks kapitali kaasamist reguleeritud turgudel, mille osas on ka Euroopa Parlament märkinud, et finantsturgudel on tihti ebaõnnestunud pakkuda SME-dele seda finantseeringut, mida nad vajavad.<sup>92</sup> Näiteks peab ka Eestis väärtpaberite koguväärtus Tallinna Börsil noteerimiseks olema vähemalt 4 miljonit eurot<sup>93</sup> või 1 miljon eurot lisanimekirjas noteerimiseks.<sup>94</sup> Võlakirjade puhul on Tallinna Börsil noteerimise nõuded vastavalt 1 miljon eurot<sup>95</sup> ning 200 000 eurot<sup>96</sup>. Kuigi börsi reeglite järgi on võimalik põhimõtteliselt teha ka erandeid,<sup>97</sup> võib siiski väita, et reguleeritud turult raha kaasamine on Eestis pigem ebatavaline ning reguleeritud turud ei suuda ettevõtete kapitalivajadusi reeglina rahuldada. Sarnasele järeldusele on jõudnud ka Euroopa Rekonstruktsiooni- ja Arengupank (*European Reconstruction and Development Bank*, edaspidi ERBD) oma strateegiadokumendis, kus on märgitud, et Eesti kapitaliturud on vaatamata arengutele jäänud pigem algstaadiumisse ning on mittelikviidsed.<sup>98</sup>

Samuti ei ole siinkohal tõenäoliselt lahenduseks ka era- ning riskikapitalisektor, mille osas on ERBD eelnevalt mainitud strateegiadokumendis leidnud Eesti osas samuti, et innovaatiliste ettevõtete rahastamist takistab vähearenenud ja killustatud erakapitali- ja riskikapitalisektor.<sup>99</sup> Nii keskenduvad eelduslikult suurema riskitaluvusega erakapitali ettevõtted (*private equity firms*)<sup>100</sup> samuti pigem juba tegutsevate ettevõtete finantseerimisele ning tihtipeale võib ainus

<sup>91</sup> Näiteks hüpoteegi, kommertsipandi või registerpandi seadmine, aktsiate või osade pandid, erinevad käendused ja garantiid, dividendide väljamaksmise keeld, kindla protsendi dividendide väljamaksmine kohustus pangale, juhtorganite muutmise (*change of control*) keeld jms.

<sup>92</sup> European Parliament. Fact Sheets on the European Union. Small and medium-sized enterprises. 2016. Arvutivõrgus: [http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/en/displayFtu.html?ftuId=FTU\\_5.9.2.html](http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/en/displayFtu.html?ftuId=FTU_5.9.2.html) (30.04.2017).

<sup>93</sup> Nasdaq OMX Baltic. Väärtpaberite noteerimisnõuded. 2014. P 6.4. Arvutivõrgus: [http://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/alates06102014/Noteerimisnouded\\_06-10-2014-est.pdf](http://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/alates06102014/Noteerimisnouded_06-10-2014-est.pdf) (30.04.2017).

<sup>94</sup> Nasdaq OMX Baltic (viide 93), p 16.2.2.5

<sup>95</sup> Nasdaq OMX Baltic (viide 93), p 9.3.

<sup>96</sup> Nasdaq OMX Baltic (viide 93), p 16.2.2.6.

<sup>97</sup> Nasdaq OMX Baltic (viide 93), p 16.2.3.

<sup>98</sup> European Bank for Reconstruction and Development. Draft. Strategy for Estonia. Lk 33. Arvutivõrgus: <http://www.ebrd.com/cs/Satellite?c=Content&cid=1395238307238&pagename=EBRD%2FContent%2FDownloadDocument> (30.04.2017).

<sup>99</sup> European Bank for Reconstruction and Development (viide 98), lk 4.

<sup>100</sup> Vahel tekkivate terminoloogiliste probleemide vältimiseks peab autor siinkohal vajalikuks märkida, et silmas peetakse erakapitali kitsamas tähenduses (st ilma riskikapitali ja ingelinvestoriteta). Vaata kitsama ja laiema tähenduse kohta näiteks: D.J. Cumming, S.A. Johan. *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*. Elsevier. 2014. Lk 4 jj.

erisus võrreldes pangaga olla tingitud ka üksnes mõnest riskantsest faktorist (näiteks ajutised majandusraskused). Õiguskirjanduses on välja toodud, et kuigi ettevõtete rahastamise lünga täidavad osaliselt rikkad üksikisikud, keda tuntakse äriinglitenä (angel investors), on ka äriinglite investeerimine (angel investing) piiratud samuti pigem suuremate investeringutega.<sup>101</sup> Institutsionaalsemas vormis täidavad sarnast funktsiooni ka riskikapitali investeringutele keskenduvad ettevõtted (venture capital firms), kes on samas OECD analüüsi kohaselt sarnaselt ingelinvestoritega keskendunud peamiselt kõrgtehnoloogiliste valdkondade innovaatilistele ja suure kasvupotentsiaaliga start-up'ide finantseerimisele.<sup>102</sup> Siiski ei pruugi isegi riskikapitali ettevõtted olla start-up'ide jaoks sobilikud, kuna väikeettevõtted ei arene piisavalt kiiresti või ei paku riskikapitalistile võimalust kiirelt ning kasumlikult väljuda<sup>103</sup> ning üldistatult kirjanduses toodud välja, et riskikapitalistid lükkavad tagasi 97% kuni 99% neile pakutud tehingutest.<sup>104</sup>

Arvestades samuti, et Euroopa Komisjoni andmetel moodustab ettevõtetele antud laenude kogumaht 34% SKPst ning samal ajal see näitaja noteeritud omakapitaliinstrumentide 8,6% ning laenupõhiste väärtpaberite puhul 7%<sup>105</sup>, on ERBD seisukohtadega raske mitte nõustuda. Seega on pankade domineerivast positsioonist tulenevalt enamus ettevõtteid piiratud suuresti ka pankade poolt pakutavate toodetega. Samal ajal saavad pangalaenusid ning EASi ja KredExi toetusmeetmeid kasutada reeglina vaid suure kasvu- ja ekspordipotentsiaaliga ettevõtted.<sup>106</sup> Ettevõtted, kes vastavatele toetusmeetmetele ei kvalifitseeru, võivad panganduskeskses majanduskeskkonnas jääda seega aga sootuks ilma rahastusest. Autor peab siinkohal küll selguse huvides märkima, et viimastel aastatel on tehtud ka mõningaid edusamme parandades rahastuse ja krediidi kättesaadavust SME-de

---

<sup>101</sup> C. S. Bradford. Crowdfunding and the Federal Securities Laws (viide 5), lk 5.

<sup>102</sup> Organisation for Economic Co-operation and Development. New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments. 2015. Lk 8, p 20. Arvutivõrgus: <https://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf> (30.04.2017).

<sup>103</sup> Smart Business Network. Funding fathers. 27.08.2010. Arvutivõrgus: <http://www.sbnonline.com/article/funding-fathers-the-birth-of-business-crowdfunding-is-providing-new-ways-to-get-money/> (30.04.2017).

<sup>104</sup> Learn2success.com Incorporated. Venture Capital Financing for Beginners: How to Raise Equity Capital from Venture Capitalists and Angels. Productive Publications. Canada. 2012. Lk 54.

<sup>105</sup> Euroopa Komisjon. Komisjoni talituste töödokument. Eestit käsitlev 2016. aasta aruanne, mis sisaldab põhjalikku analüüsi makromajandusliku tasakaalustamatuse ennetamise ja korrigeerimise kohta. Brüssel. 26.02.2016. Lk 52. Arvutivõrgus: [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/cr2016\\_estonia\\_et.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/cr2016_estonia_et.pdf) (30.04.2017).

<sup>106</sup> Euroopa Komisjon. Komisjoni talituste töödokument (viide 105), lk 52.

jaoks läbi laenude, garantiide<sup>107</sup> ning riskikapitali.<sup>108</sup> Arvestades probleemi pikaajalisust ning võrdlemisi uudseid meetmeid, võib nimetatud algatusi pidada ilmselt siiski vaid edusammudeks,<sup>109</sup> millele on aidanud kaasa ka ajalooliselt paindlik rahapoliitika, mistõttu võib väita, et probleem on jätkuvalt aktuaalne.

Kuigi Eesti tingimustes ei saa ühisrahastuse hetke mahtusid arvestades pidada ühisrahastust alternatiiviks pankadele või kapitaliturule, võib öelda, et ühisrahastusel on finantsmaailmas siiski võimalik täita erinevaid vajadusi ning eesmärgi. Väikese revolutsiooni on ühisrahastus Eestis toonud kaasa näiteks kinnisvaraarenduses, kus tuntumad ühisrahastusportaalid Crowdestate ja Estateguru finantseerivad investorite laenudena erinevaid projekte, mis on seni ulatunud koguni 1,5 miljoni euroni<sup>110</sup>, mis ületab väärtpaberiturul kehtivat avaliku pakkumise ja VPTS-i alusel kehtestatud prospekti koostamise piirmäära seega 15 kordselt.

Nagu eelnevalt mainitud, tuleb kapitali kaasamise osas silmas pidada ka kulusid. Eraviisilise kapitali kaasamise kulude osas puudub autoril detailne info, kuid avalike andmete põhjal on näiteks Crowdestate'i projekti ühekordne struktureerimistasu 4%, millele lisandub eraldi kokku lepitav regulaarne haldustasu.<sup>111</sup> See tähendab, et 1,5 miljoni euro kaasamisega seotud kulud olid 60 000 eurot, millele lisanduvad halduskulud. Võrdluseks on näiteks EVKS ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutise seaduse eelnõu seletuskirjas välja toodud, et väärtpaberiturul võib avaliku pakkumise korraldamise kulu, sh prospekti koostamise kulu, ulatuda hinnanguliselt kuni 50 000 euroni.<sup>112</sup> See tähendab, et kui suuremate summade puhul ei pruugi erinevused olla enam kuigi suured, võib näiteks 100 000 euro kaasamisega seotud kulude erinevus olla mitmekordne. Samuti, kuivõrd ühisrahastuse puhul on tegemist eraõiguslike suhetega, on poolte vahel põhimõtteliselt võimalik sõlmida ka erikokkuleppeid.

---

<sup>107</sup> Näiteks tööhõive ja sotsiaalse innovatsiooni programm (EaSI), mille ühe tegevussuuna osana toetab Euroopa Komisjon mikrorahastamist ja sotsiaalset ettevõtlust 193 miljoni euro ulatuses ajavahemikul 2014-2020. Eesmärgiks on vastavalt kuni 25 000 euro suuruste laenudega parandada sotsiaalse tõrjutuse ohus mikroettevõtjate rahastamisvõimalusi. Vaata EaSI programmi osas täpsemalt: Euroopa Komisjon. Euroopa tööhõive ja sotsiaalse innovatsiooni programm (EaSI). Arvutivõrgus: <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?langId=et&catId=1081> (30.04.2017).

<sup>108</sup> European Parliament. Fact Sheets on the European Union (viide 92).

<sup>109</sup> Eelnevalt viidatud programmi EaSI rahastamisvõimalusi kasutavad Eestis näiteks vaid LHV Pank.

<sup>110</sup> Crowdestate. Vega kortermaja kogus ühisrahastuse toel kahe päevaga rekordilised 1,5 miljonit eurot. 27.01.2017. Arvutivõrgus: <https://blog.crowdestate.eu/2017/01/27/vega-project-funded-record-1-5-million-euros/> (30.04.2017).

<sup>111</sup> Vaata täpsemalt: Crowdestate. Investeerimine. Arvutivõrgus: <https://crowdestate.eu/faq> (30.04.2017).

<sup>112</sup> Eesti väärtpaberite keskregistri seaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu esimese lugemise seletuskiri (428 SE). 2017. Lk 47

Samas võib väita, et mõlemal ühisrahastusportaalil täita Eesti kapitaliturul juba oma roll<sup>113</sup> ning mõlemad ühisrahastusportaalid on ka mõnevõrra erineva suunitlusega. Nii keskendub Estateguru eelkõige kinnisvaraga tagatud laenudele ning Crowdestate mõnevõrra rohkem kinnisvaraarenduse ja tihtipeale kitsalt omakapitali finantseerimisele. See tähendab, et Estateguru näol on tegemist iseseisvama finantseerimise allikaga ning Crowdestate'i kasutatakse tõenäoliselt rohkem omakapitali tootluse parandamiseks. Samuti on oma väljund ka teistel ühisrahastusportaalidel nagu Fundwise, kust otsivad vastutasuks oma osaluse eest rahastust erinevad iduettevõtteid või Funderbeam, mis on loonud *blockchain* tehnoloogial põhineva turu *start-up* ettevõtetele.

Viimaks ei saa ühisrahastuse eeliste osas unustada ka investorite perspektiivi, kus IOSCO on olulisemate hüvedena välja toonud kõrgema tootlus, portfelli mitmekesistamise (*diversification*) uue toote näol ning investeerimismugavuse.<sup>114</sup> Nii on ühisrahastus loonud investorite jaoks varasemalt puudunud võimaluse investeerida alustavate ettevõtete tegevusse, muutnud tehingute tegemise näiteks võrreldes väärtpaberiturule investeerimisega ülimalt kuluefektiivseks ja võimaldab saada ka kõrgemat tootlust keskkonnas, kus hoiuste osas valitsevad endiselt miinusintressid.

---

<sup>113</sup> Äripäev. Ühisrahastuse turu kogumaht kinnisvaraäris: 20 000 - 30 000 isikut. 11.10.2016. Arvutivõrgus: <http://www.kinnisvarauudised.ee/uudised/2016/10/11/uhisrahastuse-turu-kogumaht-kinnisvaraaris-20-000--30-000-isikut> (30.04.2017).

<sup>114</sup> E. Kirby jt (viide 26), lk 21-22.

## 2. ÜHISRAHASTUSE INVESTEERING KUI VÄÄRTPABER

### 2.1. Finantsinstrumendid kui väärtpaberid

EL-is reguleerib väärtpaberite üldsusele pakkumist eelkõige Prospektidirektiiv. Üldistatult on Prospektidirektiiv kohaldatav kolme tingimuse täitmisel: 1) kui investeeringu puhul tegemist on väärtpaberiga; 2) kui väärtpaberi pakkumine on avalik; ning 3) kui olukord ei vasta direktiivis sätestatud eranditele. Arvestades, et õiguskirjanduses on üldiselt tunnustatud, et Prospektidirektiivi mõtteks oli avaliku pakkumise väga lai tõlgendus<sup>115</sup> ning ühisrahaastuse puhul on tegemist investeeringu avaliku pakkumisega veebis, võib nimetatud kriteeriumit pidada täidetuks. Samamoodi võiks peamiste erandite osas väita, et kuivõrd ühisrahaastuse investeeringut pakutakse määratlemata hulgale isikutele, on prospekti koostamise piirmäära ületamisel Prospektidirektiivi kohaldatavuse aspektist oluline väärtpaberi tunnustele vastavus.

Prospektidirektiivis on üldiste väärtpaberi liikidena välja toodud kapitaliväärtpaberid ja mittekapitaliväärtpaberid, mille peamise tunnuseks on märgitud võõrandatavus. Samas on väärtpaberite määratlemisel olulisema viitena artiklis 2(1)(a) märgitud, et Prospektidirektiivi tähenduses on väärtpaberid omakorda kõik MiFID-is määratletud võõrandatavad väärtpaberid. MiFID artikkel 4(18) määratleb võõrandatavad väärtpaberid<sup>116</sup> klassidena, mis on kapitaliturul kaubeldavad, välja arvatud maksevahendid, näiteks:

- a) äriühingute aktsiaid ja muud väärtpaberid, mis on samaväärsed äriühingute usaldusühingute või muude üksuste aktsiatega, ning aktsiate hoidmistunnistused;
- b) võlakirjad või võlakirjadega võrdväärsete väärtpaberite muud vormid, sealhulgas selliste väärtpaberite hoidmistunnistused;
- c) muud väärtpaberid, mis annavad õiguse omandada või müüa selliseid väärtpabereid või mille puhul võidakse arveldada rahas väärtpaberite, valuutade, intressimäärade või tootlikkuse, kaupade või muude indeksite või mõõtühikute alusel.

Nimetatud definitsiooni juures on sarnaselt Prospektidirektiivile kasutatud mõistet võõrandatav väärtpaber, kuid täiendava mõistena on lisatud kapitaliturul kaubeldavuse aspekt (*negotiable*). Õiguskirjanduses on nimetatud mõisteid eristatud. Võõrandatavuse osas on välja

<sup>115</sup> W.J.L. Calkoen. Securities World. Jurisdictional Comparison 2005. The European Lawyer. London. 2005. Lk 7, p 4.4.1.

<sup>116</sup> Direktiivi ametlikus tõlkes defineeritud kui siirdväärtpaberid, mis on autori hinnangul ebaõnnestunud tõlge. Seetõttu kasutab autor teksti parema arusaadavuse ning järjepidevuse huvides võõrandatava väärtpaberi definitsiooni, mis on kasutusel ka Prospektidirektiivi puhul.

toodud, et see tähendab üksnes ringlusesse laskmise võimalust.<sup>117</sup> Kaubeldavuse osas on seevastu väljatoodud, et see eeldab ka väärtpaberite turustatavust, mis tähendab, et väärtpaberitel peab olema väärtus.<sup>118</sup> Nii on jõutud järeldusele, et kaubeldava instrumendi peamine omadus on, et selle võib vabalt anda üle kolmandale osapoolale, kes ostab selle heas usus ning saab jõustada instrumendi aluseks olevaid kohustusi.<sup>119</sup>

Kuna nimetatud tunnused on võrdlemisi üldised, on EL-is tekkinud ka probleeme nende sisustamisega. Üheks tuntumaks näiteks on töötajate optsioonide võõrandatavuse küsimus, kus ESMA (toona CESR) liikmed jõudsid järeldusele, et mittevõõrandatavate töötajate optsioonide puhul Prospektidirektiivi kohaldada ei tule.<sup>120</sup> Samas jäi eriarvamusele Saksamaa, märkides, et kuigi on võimalik, et töötajate optsioonide puhul Prospektidirektiivi kohaldada ei tule, ei tähenda see, et aktsiate/osade võimalik optsioonide alusel väljastamine ei kujutaks endas avalikku pakkumist.<sup>121</sup> Samuti märkis Poola mittevõõrandatavate optsioonide pakkumist ja nende realiseerimist tuleb vaadata ühe finantstehinguna ning prospekti koostamine võib olla vajalik.<sup>122</sup>

Seega on riigid väärtpaberi defineerimisel ning instrumentide liigituses teinud ka teatud muudatusi ja võib eksisteerida ka teatud määral erinevaid käsitlusi. Näiteks Eestis sätestab VPTS § 2 lg 1, et väärtpaber on vähemalt ühepoolse tahteavalduse alusel üleantav varaline õigus, kohustus või leping. Seega on esimeseks kriteeriumiks ühepoolse tahteavalduse alusel üleantavus ning teise kriteeriumina peab tegemist olema varalise õiguse, kohustuse või lepinguga. Grammatilise tõlgenduse alusel on seega lähtutud üksnes võõrandatavuse aspektist. Samas on täpsustatud väärtpaberi objekti, mis muudab definitsiooni märksa konkreetsemaks ning hõlmab ka autori hinnangul erinevaid võimalikke investeeringute liike. Samuti on VPTS § 2 lg 1 p 4-7 finantsinstrumentidena täiendavalt välja toodud investeerimisfondi osak ja aktsia; rahaturuinstrument; tuletisväärtpaber või tuletisleping; ning kaubeldav väärtpaberi hoidmistunnistus.

<sup>117</sup> G.G. Castellano. Towards a General Framework for a Common Definition of 'Securities': Financial Markets Regulation in Multilingual Contexts. Uniform Law Review/Revue de Droit Uniforme Vol XVII, 2012. Lk 470. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=2187812> (30.04.2017).

<sup>118</sup> G.G. Castellano (viide 117), lk 470.

<sup>119</sup> D. McClean, K. Beevers. Morris on the Conflict of Laws. Sweet & Maxwell. London. 2005. Lk 326. Viidatud järgneva artikli järgi: G.G. Castellano (viide 117), lk 470.

<sup>120</sup> European Securities and Market Authority. Questions and Answers. Prospectuses. 16th Update version. 2012. Lk 11, vastus küsimusele 5. Arvutivõrgus: [http://www.consob.it/documenti/Regolamentazione/esma\\_documenti/2012/esma\\_2012\\_468.pdf](http://www.consob.it/documenti/Regolamentazione/esma_documenti/2012/esma_2012_468.pdf) (30.04.2017).

<sup>121</sup> European Securities and Market Authority. Questions and Answers (viide 120), lk 11, vastus küsimusele 5.

<sup>122</sup> European Securities and Market Authority. Questions and Answers (viide 120), lk 11, vastus küsimusele 5.

Saksamaal on Prospektidirektiiv üle võetud väärtpaberiprospekti seadusega (*Wertpapierprospektgesetz – WpPG*). WpPG § 2 lg 1 sätestab väärtpaberid kui võõrandatavad väärtpaberid, millega on võimalik turul kaubelda. Seega on Saksamaal toodud väärtpaberi omadustena välja nii võõrandatavus kui ka kaubeldavus. WpPG lg 1-3 loetletud instrumendid on äärmiselt sarnased Prospektidirektiivis ning MiFID-i märgitud sätetele ning märkimisväärseid täiendusi tehtud ei ole. Samuti ei ole käesoleva magistr töö autorile teadaolevalt Saksamaal ühest teooriat või detailseid kriteeriume väärtpaberi määratlemise osas ning eelkõige lähtutakse Prospektidirektiivi ning MiFID-i eeskujust.

Samas on Saksamaal prospekti koostamise kohustus ka investeerimistoodetele. Nimelt sätestab Saksamaa Pangandusseaduse (*Kreditwesengesetz – KWG*) paragrahvis 1(11) finantsinstrumentidena muuhulgas Kapitaliinvesteeringute seaduse (*Vermögensanlagegesetz, edaspidi VermAnlG*)<sup>123</sup> paragrahvis 1(2) väljatoodud investeerimistooted, mis aitavad täita lünka investeeringute osas, mis ei kvalifitseeru üheselt väärtpaberina. Vastavalt VermAnlG paragrahvile 1(2) on investeerimistooted<sup>124</sup>:

- 1) osalused, mis annavad hüvesid seoses äriühingu tulemustega;
- 2) osalused varades, mida hoitakse või hallatakse emitendi või kolmanda isiku poolt oma nimel kolmanda osapoolte arvel (nn *trust assets*);
- 3) kasumis osalemise kokkulepped (*partiarische Darlehen*);
- 4) allutatud laenud (*Nachrangdarlehen*);
- 5) osalemisõigused (*Genussrechte*);
- 6) nimelised võlakirjad (*Namensschuldverschreibung*);
- 7) muud osalused, mis võimaldavad või võtavad arvesse intressi ja tagasimakset või vahetustehinguid varadega vahetevahel ülekantava rahalise summaga.

Ühendkuningriigis on väärtpaberi mõiste sätestatud FSMA §-is 102A suhteliselt lihtsa sõnastusega ning viitab väärtpaberi täpsema defineerimise asemel MiFID-i sätetele. Samas on detailsem nimekiri investeeringutest, mida käsitletakse väärtpaberitena sätestatud eraldi dokumendis<sup>125</sup>, kus on olulisemate väärtpaberitena välja toodud aktsiad/osad; debentuurid; alternatiivsed debentuurid; valitsuse ja avalikud väärtpaberid; ostutähed (*warrants*);

<sup>123</sup> Gesetz über Vermögensanlagen (Vermögensanlagegesetz - VermAnlG). Arvutivõrgus: <https://www.gesetze-im-internet.de/vermanlg/> (30.04.2017).

<sup>124</sup> Siinkohal on oluline märkida, et viidatud nimekiri on selline pärast seaduse muutmist ning oli märksa erinev veel mõned aastad tagasi, kui loetelust puudunud instrumentide tõttu oli ühisrahasutusportaalidel võimalik minna kapitali kaasamisel mööda prospekti nõuetest. Täpsemalt analüüsib autor nimetatud asjaolusid peatükis 2.3.2

<sup>125</sup> Statutory Instruments 2001 No. 544. Financial Services and Markets. The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001. Arvutivõrgus: [http://www.legislation.gov.uk/ukSI/2001/544/pdfs/ukSI\\_20010544\\_en.pdf](http://www.legislation.gov.uk/ukSI/2001/544/pdfs/ukSI_20010544_en.pdf) (30.04.2017).

tunnistused, mis esindavad teatud väärtpabereid; osakud, erinevad pensioniskeemid; õigusi või huvisid aktsiainvesteeringutes või kasusaajate pensioniskeemides.<sup>126</sup> Samuti on Ühendkuningriigis FSMA §-s 74 toodud välja, et vastav organ peab väärtpaberite ametlikku nimekirja ning võib nimekirja võtta selliseid väärtpabereid ja muid asju nagu organile sobiv tundub.

Käesoleva magistritöö autori hinnangul on Ühendkuningriigis väärtpaberi defineerimise osas kõige paindlikum lähenemine, mis jälgib ühelt poolt EL-i seadusandlust, kuid kus on võimalik eraldi õigusaktis välja tuua täiendavad instrumendid ning kus on võimalik vastavalt vajadusele ka instrumente lisada. Samuti autori põhjendatud Saksamaa lahendus oma investeerimistoodete nimekirja kehtestamisel, sest see aitab sarnaselt luua vajalikku selgust finantsinstrumentide osas. Eesti lähenemine ei ole kindlasti halb, kuid autori hinnangul oleks võimalik seda sarnaselt Ühendkuningriigile ja Saksamaale veel efektiivsemaks muuta.

Väärtpaberi määratluse osas olid riikide lahendused suhteliselt sarnased. Samas on käesoleva magistritöö autori hinnangul problemaatiline olukord, kus väärtpaberi peamisteks tunnusteks on kaubeldavus ja võõrandatavus, mida ei suudeta omavahel samas eristada. Praktikas ei pruugi see olla tingimata probleem kuna tõlgendustes järgitakse reeglina üheselt EL-i ülest lähenemist. Samas viitab see siiski vastavate teoreetiliste aluste puudumisele ning probleemid võivad kiiresti tekkida uute ja innovaatiliste instrumentide puhul, mida definitsiooni loomise hetkel tõenäoliselt ette ei kujutatud.

Võimalike probleemide lahendamisel tasub autori hinnangul kaaluda Ameerika Ühendriikides välja arenenud õigusteooria osaks saanud seisukohtade kasutamist. Ameerika Ühendriikides on väärtpaberi definitsioon määratletud sarnaselt, kuid märksa põhjalikumalt kui Eestis ja Euroopa õigusruumis 1933. a *Securities Act*'i paragrahvis 2(a)(1)<sup>127</sup>, mis loetleb esiteks finantsinstrumente (aktsiad, võlakirjad, debentuurid, võlatähed (*notes*) ning üleantavad aktsiad) ning lisab sealjuures juurde kõikehõlmavaid termineid (tõendid võlgnevusest, investeerimislepingud, intressi sertifikaadid kasumi jagamise lepingutes).<sup>128</sup> Lisaks definitsioonile on olemas ka selged alused definitsioonide nimekirja tõlgendamisel. Nii on kohtud keskendunud kahele küsimusele: 1) millal kvalifitseerib ebatavaline investering kõikehõlmavate terminite ning spetsiifiliselt investeerimislepingu alla; 2) millal ei ole

<sup>126</sup> G.G. Castellano (viide 117), lk 467.

<sup>127</sup> A.R. Palmiter on siinkohal teinud kokkuvõtva üldistuse definitsioonidest Securities Act paragrahvis 2(a)(1) ning Exchange Act paragrahvis 3(a)(10). Kuivõrd definitsioonid on sisuliselt identsed, kasutab käesoleva magistritöö autor definitsioonikirjeldust selguse huvides üksnes Securities Acti kontekstis.

<sup>128</sup> A.R. Palmiter. Securities Regulation: Examples and Explanations, Fourth Edition. Aspen Publishers. United States of America. 2008. Lk 43.



instrumendid, mis kvalifitseeruvad tavapäraselt loetletud kategooriate alla (nagu näiteks võlatähed või aktsiad), tegelikult väärtpaberid.<sup>129</sup>

Niisiis on vähem traditsiooniliste investeeringute hindamisel olulisem roll kohtupraktikal, kus arendati välja samanimelisel kaasusel põhinev Howey test<sup>130</sup> hindamaks millistel juhtudel on tegemist investeerimislepinguga. Ameerika Ühendriikide ülemkohus defineeris SEC v. W. J. Howey Co lahendis<sup>131</sup> investeerimislepingu kui mistahes lepingu, tehingu või skeemi millega 1) isik investeerib oma raha 2) ühises ettevõttes 3) kasumi ootusega 4) mis tuleneb üksnes edendaja või kolmanda osapoolle jõupingutustest. Õiguskirjanduses on märgitud, et Ülemkohus ja madalama astme kohtud on Howey testi aastate jooksul täiustanud, kuid selle peamised elemendid on jäänud muutmatuks ühe olulise erandiga – sõna „üksnes“ on elimineeritud testi teiste jõupingutuste osast.<sup>132</sup> Madalama astme kohtud on aktsepteerinud, et investorite jõupingutused võivad panustada kasumisse, kuid juhtide jõupingutused peavad olema ülekaalukad ning investorid peavad olema peamiselt passiivsed.<sup>133</sup> Arvestades, et Howey testi aluseks olnud lahendis loeti investeerimislepinguks maa müügilepingut 48 tsitruspuu ostmiseks ja sellega kaasnevat teenuslepingut, mis tagas kultiveerimise, saagi koristuse ning tsitrusviljade turundusega müüja tütarettevõtte poolt, võib nimetatud test Euroopa õigusruumis tunduda esmapilgul põhjendamatult lai. Samas ei erine nimetatud struktuur väga oluliselt ka tänapäevastest investeerimisvõimalustest reaalarvaradesse (näiteks metsa) ning testi võiks põhimõttelisel tasandil vähemalt lähtepunktina kasutada.

## **2.2. Osaluspõhises ühisrahastuses pakutavad aktsiad ja osad kui väärtpaberid**

Nagu eelnevalt märgitud, on väärtpaberi definitsioon Eestis välja toodud eelkõige VPTS § 2 lg-s 1, mille kohaselt on väärtpaber /.../ vähemalt ühepoolse tahteavalduse alusel üle antav varaline õigus või kohustus või leping. VPTS § 2 lg 1 üritab hõlmata sisuliselt kõiki väärtpaberite liike olenemata, mis õiguse alusel need võivad olla reguleeritud. Väljatoodud väärtpaberi liikidest on autori hinnangul osaluspõhise ühisrahastuse kontekstis olulised üksnes aktsiad ja muud samaväärsed kaubeldavad õigused. Eraldiseisev küsimus on, mida peetakse aktsiaks või osaks, kuivõrd Eesti seadusandluses puudub vastav definitsioon. Samas ei ole nimetatud definitsioonide puudumine autorile teadaolevalt märkimist väärivaid praktilisi

<sup>129</sup> A.R. Palmiter (viide 128), lk 43.

<sup>130</sup> SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946). Arvutivõrgus: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/case.html> (30.04.2017).

<sup>131</sup> SEC v. W. J. Howey Co. (viide 130).

<sup>132</sup> C. S. Bradford. Crowdfunding and the Federal Securities Laws (viide 5), lk 31.

<sup>133</sup> A.R. Palmiter (viide 128), lk 43.

probleeme tekitanud, mistõttu järgib ka autor edasises analüüsis aktsia ja osa funktsionaalset määratlust ning keskendutakse selle kui väärtpaberi analüüsile.

Kuna traditsioonilise osaluspõhise ühisrahastuse investeringu tulemusena saadakse reeglina osalus ning kuna aktsiad on nimeliselt toodud välja ka VPTS-i väärtpaberi mõistes ühe näitena, võib esmapilgul jõuda ennatlikule järeldusele, et osaluspõhise ühisrahastuse investeringu näol on alati tegemist väärtpaberiga. Samas asutatakse Eestis enamus uutest äriühingutest osaühinguna ning näiteks 2016. aasta jooksul asutati äriregistri andmetel kokku 16 596 osaühingut ning vaid 19 aktsiaseltsi.<sup>134</sup> Samuti on praktikas Eesti peamise osaluspõhise ühisrahastusportaali Fundwise kõik rahastamistaotlused esitanud osaühingud.

Mõnevõrra segadust võib esmapilgul tekitada ÄS § 148 lg 6, mille kohaselt ei ole osa kohta väärtpaberi välja andmine lubatud. Siiski tasub silmas pidades, et nimetatud säte kehtestati ÄS-i vastuvõtmisel 1995. aastal, mistõttu võiks sätte eesmärgiks pidada pigem keeldu osaühingu osa kohta füüsilise väärtpaberi välja andmiseks. Seega ei takista nimetatud säte osaühingu osa käsitlemist väärtpaberina. Eesti õiguskirjanduses on märgitud, et aktsiatega samaväärsete õiguste all mõtleb VPTS õigusi, mis väljendavad osalust äriühingus ning annavad aktsiatega sarnased õigused, st hääleõiguse, õiguse osaleda äriühingu kasumi jaotamisel ja likvideerimisel järelejääva vara jaotamisel ning sellisteks õigusteks võib pidada näiteks osaühingu osast tulenevaid õigusi.<sup>135</sup>

Täiendavalt on VÕS § 917 lg-s 1 märgitud, et väärtpaber on iga dokument, millega on seotud mingi varaline õigus selliselt, et seda ei ole võimalik dokumendist eraldi teostada. VÕS § 917 lg 2 esimese lause kohaselt loetakse seadusega sätestatud juhtudel väärtpaberiks ka õigusi, mida väljendatakse ja antakse üle registrikande vahendusel. Eestis on vastavalt EVKS § 2 lg-le 4 väärtpaberite registreerimise ainuõigus Eesti väärtpaberite keskregistripidajal, kelleks on Eesti Väärtpaberikeskus.<sup>136</sup> Kuigi EVKS §-i 2 lg 1 osaühingu osa kohustusliku registreerimist ette ei näe, on lõikes 2 toodud välja, et registris võib registreerida muuhulgas ka osasid. Eeltoodu alusel võib seega väita, et osaühingu osad, mis on Eesti väärtpaberite keskregistris (edaspidi EVK) registreeritud, vastavad eeltoodud tingimustele.

Samas ei tähenda see veel, et tegemist oleks väärtpaberitega. Nagu eelnevalt märgitud võib VPTS § 2 lg 1 grammatilise tõlgenduse abil jõuda järeldusele, et väärtpaberi kõige olulisem

<sup>134</sup> Registrate ja Infosüsteemide keskus. Statistika. Arvutivõrgus: <http://www.rik.ee/et/e-ariregister/statistika> (30.04.2017).

<sup>135</sup> P. Varul, I. Kull, V. Kõve, M. Käerdi, T. Puri. Asjaõigusseadus II. Kommenteeritud väljaanne. Juura. Tallinn. 2014. Lk 451. § 314<sup>1</sup> komm. 3.3.3 b.

<sup>136</sup> Eesti Väärtpaberikeskus. Arvutivõrgus: <https://www.e-register.ee/> (30.04.2017).

omadus on selle üleantavus. Üleantavuse tähenduse kohta VPTS vastust ei anna. VPTS §-is 1 on märgitud seaduse reguleerimisalana muuhulgas väärtpaberite avalikku pakkumist ja nende reguleeritud väärtpaberiturul kauplemisele võtmist, millest võiks järeldada, et väärtpaber peab olema üleantav reguleeritud väärtpaberiturul. Samas on õiguskirjanduses<sup>137</sup> ning ka Euroopa Komisjoni seisukohtades<sup>138</sup> välja toodud, et VPTS aluseks olevas MiFID direktiivi vastavas sättes on kasutatud terminit kapitaliturg, mis on laiem kui reguleeritud turg ning selle all mõistetakse laiemalt kõiki olukordi, kus kohtuvad väärtpaberite müümise ja ostmise huvid. Väärtpaberi üleantavuse osas Euroopa Komisjon eelnevalt nimetatud seisukohas seevastu vaatamata korduvatele küsimustele ühest vastust ei andnud, viidates vaid, et kui väärtpaberitega kauplemine on võimalik reguleeritud turgudel või alternatiivturgudel<sup>139</sup>, on tegemist üleantavate väärtpaberitega ning kui kauplemine nimetatud turgudel ei ole võimalik, ei pruugi olla tegemist üleantavate väärtpaberitega, kuid see pole kindel.<sup>140</sup>

Eeltoodud kapitalituru laiemast definitsioonist ning VPTS § 2 lg 1 sõnastuse alusel võib Eesti õiguse kontekstis seega väita, et üleantavus tähendab väärtpaberite vabalt võõrandatavust, mis on võimalik eelkõige juhul kui võõrandamiseks ei ole mingisuguseid takistusi. Praktikas on peamiseks takistuseks nii osade kui ka aktsiate võõrandamise puhul peaaegu alati teiste aktsionäride või osanike ostueesõigus. Samuti on ka Ühendkuningriigi õiguskirjanduses leitud, et võõrandatavuse peamised piirangud tulenevad ühingu põhikirjast ning levinumateks takistusteks on ostueesõigus ning juhtorgani liikmete õigus keelduda registreerimast tehingut isikuga, keda nad heaks ei kiida.<sup>141</sup> Samas õiguskirjanduses toodud ka välja, et selline piirang ei ole siiski päris absoluutne, kuivõrd FCA võib erakordsetel asjaoludel seda reeglit muuta või sellest loobuda kui piirangud ei häiri vastavate aktsiate/osade turgu.<sup>142</sup>

Eestis on osaühingu puhul tegemist seadusjärgse ostueesõigusega vastavalt ÄS § 149 lg-le 2, mis tähendab, et kui teine osanik teostab osa võõrandamine korral ostueesõigust, on eelnev tehing VÕS § 244 lg 6 kohaselt tühine. See tähendab, et kui osanikud ei ole ÄS § 149 lg 3 kolmanda lause kohaselt ostueesõigust põhikirjaga välistanud, ei saa osaühingu osa olla vabalt üleantav. Samuti ei saa osaühingu osa olla sarnaselt Ühendkuningriigis väljatoodule üleantav, kui tegemist on põhikirjas ette nähtud piiranguga, mis seab osa võõrandamise tingimuseks

<sup>137</sup> P. Varul jt. Asjaõigusseadus II. Kommenteeritud väljaanne (viide 135), lk 452. § 314<sup>1</sup> komm. 3.3.3 b.

<sup>138</sup> Committee of European Securities Regulators. Your questions on MiFID. Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC and implementing measures. Questions and answers. 2008. Lk 45-46. Arvutivõrgus: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/isd/questions/questions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf) (30.04.2017).

<sup>139</sup> Täpsemalt kasutati terminit MTF (Multilateral trading facility), mis tähendab Eesti näiteks alternatiivturgu First North.

<sup>140</sup> Committee of European Securities Regulators (viide 138), lk 45-46.

<sup>141</sup> E. Ferran. Principles of Corporate Finance Law. Oxford University Press. Oxford. 2007. Lk 157.

<sup>142</sup> E. Ferran (viide 141), lk 158.

täiendava nõusoleku ÄS § 149 lg 3 esimese lause kohaselt. Seda sellepärast, et sellisel juhul on tegemist põhikirjaga kehtestatud täiendava tingimusega seadusjärgse ostueesõiguse teostamisel. Aktsiate osas lubab ÄS § 229 lg 2 põhikirjas sätestada ostueesõiguse, mis toob teise aktsionäri ostueesõiguse teostamise korral kaasa eelneva tehingu tühisuse vastavalt ÄS § 229 lg 2<sup>2</sup> vaid juhul, kui aktsiaseltsi taotlusel on EVK-sse kantud ostueesõiguse kohta märke. Sarnase grammatilise tõlgenduse tulemusel jõuti õiguskirjanduses järeldusele, et osaühingu osa, mis on EVK-s registreeritud ning mille osas on ostueesõigus välistatud ja aktsia, mille osas ostueesõigus puudub, on mõlemad väärtpaberid.<sup>143</sup>

Kuivõrd VPTS-is väljatoodud väärtpaberi mõiste muid sisulisi tunnuseid peale vabalt üleantavuse ei sisalda ning Euroopa Komisjon ei ole selgeid juhiseid andnud, võiks sellise analüüsi alusel järeldusele, et eelnevalt nimetatud osaühingu osa ning aktsia on väärtpaber. Samas on üsna selge, et osaühingu osa ei ole praktikas reeglina peetud selliseks väärtpaberiks, millega saaks reguleeritud väärtpaberiturul kaubelda. Samuti on õiguskirjanduses loogiliselt leitud, et aktsia on oma olemuselt käibevõimelisem kui osaühingu osa ning see tuleneb eelkõige asjaolust, et ühele aktsionärile võib kuuluda mitu sama liiki aktsiat, mis võivad kõik eraldiseisvalt (st iseseisva objektina) õiguskäibes osaleda.<sup>144</sup> Osaühingu puhul on reeglina tegemist suletuma ühingu ja paljude aktsionäride/osanike ning kapitali kaasamiseks on eelkõige mõeldud aktsiaseltsi struktuur, mis on ka selgelt rangemate nõuetega ning imperatiivsem. Näiteks on EVKS ja teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu seletuskirjas<sup>145</sup> märgitud, et Eestis on kõigist osaühingutest kokku 72% ühe osanikuga ning 97% kolme osanikuga osaühingud, mis tähendab, et tegemist on märkimisväärselt suletud ühinguvormiga, mistõttu leiti, et on tugevalt kaheldav kas osaühing on vaadeldav väärtpaberi emitendina.

Samas võib vähemalt teoorias olla võimalik muuta osaühingu osad sarnaselt kaubeldavateks registreerides need EVK-s, välistades põhikirjas seadusjärgse ostueesõiguse ning kaubeldagi seega osa ühe euro suuruse minimaalse nominaalväärtusega (ÄS § 148 lg 1). Sellisel juhul võib praktilises plaanis osutada probleemiks ühe euro suurune minimaalne nominaalväärtuse näiteks 2500 euro suuruse osakapitaliga ühingu puhul, kuna jagatav osalus on rohkem piiratud, kuid piirangutest hoolimata on see võimalik. Samuti ei ole osaühingu osa väärtpaberina käsitlemisel Eestis praktilisest perspektiivist tegemist väga suure erisusega, kuivõrd reguleeritud turul kauplemisele võtmise reeglid kehtestab siiski turukorraldaja, kes

<sup>143</sup> P. Varul jt. Asjaõigusseadus II. Kommenteeritud väljaanne (viide 135), lk 452 § 314<sup>1</sup> komm. 3.3.3 b.

<sup>144</sup> K. Saare, U. Volens, A. Vutt, M. Vutt. Ühinguõigus I. Juura. Tallinn. 2015. Lk 335-336.

<sup>145</sup> Eesti väärtpaberite keskregistri seaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu esimese lugemise seletuskiri (428 SE) (viide 112), lk 53.

osaühingu avalikku kauplemist ei võimalda ning seab oma detailsed tingimused ka aktsiaseltsidele.

Väärtpaberimõiste olulisus tuleneb asjaolust, et Eestis tekib avaliku pakkumise ja prospekti koostamise kohustus alates 100 000 euro avalikust kaasamisest (VPTS § 12 lg 2 p 3). See toob endaga kaasa märkimisväärsed kulutusi, mis viib väiksemate summade puhul kapitali kaasamise hinna ebaproportsionaalselt kõrgeks. Praktiliselt tähendab eeltoodu seda, et osaluspõhise ühisrahastuse abil kapitali kaasamine on Eestis suuresti piiratud 100 000 euroga, kuivõrd selle ületamine nõuaks pigem algaasis ettevõtte jaoks ebaproportsionaalseid kulutusi.

Sarnane probleem on osaluspõhises ühisrahastuses ka Saksamaal, kus on kehtestatud ka Eestile väga sarnane regulatsioon. Kuivõrd ka Saksamaa väärtpaberituru regulatsioon põhineb sarnaselt Eestile MiFID direktiivil, võib vähemalt osaluspõhise ühisrahastuse puhul pidada kohalduvat regulatsiooni suhteliselt selgeks ning üheselt mõistetavaks. Nii valitses ka Saksamaal osaluspõhise ühisrahastuse kaudu raha kaasates pikka aega arvamus, et kaasatav maksimaalne summa on 100 000 eurot. Märksa erinev on Saksamaal olukord aga laenupõhiste väärtpaberite teel ühisrahastuse kaudu raha kaasamisel, mida analüüsib autor täpsemalt punktis 2.3.

Eeltoodu alusel võib tavapärast osaluspõhist ühisrahastuse investeeringut, mis hõlmab otse investeerimist ettevõtte osadesse või aktsiatesse, eelduslikult pidada väärtpaberiks, kuivõrd osad ja aktsiad on hõlmatud ka tavapärase väärtpaberi definitsiooniga. Olukorda ei muuda siinjuures ka asjaolu kui osalust hoitakse läbi esindajakonto või omandatakse osalus läbi eraldiseisva SPV kuivõrd tegemist on tavapärase finantsturgudel kasutatava struktuuriga. Vähem traditsiooniliste investeeringute omandamise korral, kui tegemist on näiteks teistsuguste ühinguõiguslike vormide või lepinguliste struktuuridega, puudub Euroopa õiguses aga ühtne lähenemine, mis võib viia olukorrani, kus erinevatel riikidel on EL ühtsel ühisturul vastavate instrumentide kohta erinevad tõlgendused.

Kui ainsaks kriteeriumiks on väärtpaberi kaubeldavus võib see osutada ebapiisavaks tulenevalt väärtpaberi reaalsest likviidsusest. Näiteks ei ole autori hinnangul kohane võrrelda väärtpaberiturul kaupleva börsiühingu või muu keskmise suurusega äriühingu osaluse kaubeldavust näiteks *start-up*’iga, mida ühisrahastuses rahastatakse. Tegemist on kardinaalselt erineva riskitasemega investeeringuga, kuhu investeerivad erineva riskiprofiiliga investorid, kelle jaoks on erinev ka võimalik investeeringust väljumise aeg.



ühena vähestest täiendavalt reguleeritud. Täpsemalt on vahetusvõlakirjadega seotud erinevad aspektid sätestatud ÄS-is, millele VPTS otseselt viitab.

Siinkohal tekib küsimus, kui VPTS viitab vahetusvõlakirjale spetsiifiliselt ÄS § 241 mõistes, siis kas osaühingu puhul välja antud vahetusvõlakirjad on väärtpaberid. Grammatilisest tõlgendusest lähtudes peaks olema tegemist üksnes aktsiaseltsiga. Samuti ei ole autorile teadaolevalt näiteks Saksamaal GmbH puhul isegi võimalik vahetusvõlakirju välja anda ning puudub vastav regulatsioon. Äriseadustiku muutmise seaduse eelnõu seletuskirjas<sup>146</sup> on nimetatud sätte osas märgitud, et praktikas ei erine osaühingu vajadus vahetusvõlakirjade väljaandmisest aktsiaseltsi omast ning kuigi vahetusvõlakiri eelkõige kapitaliturult täiendava kapitali kaasamise vahend, mida on traditsiooniliselt kasutanud aktsiaseltsid, puudub ratsionaalne põhjendus mitte lubada osaühingul samal viisil kapitali kaasamist.

Samas on aktsiaseltsi puhul olemas ÄS § 351<sup>2</sup> näol erisäte, mis reguleerib aktsiakapitali tingimuslikku suurendamist reguleeritud väärtpaberiturul kauplemisele võetud aktsiate väljalaskmise ja aktsiate sellisel turul kauplemisele võtmise korral. Vastava sätte osas on eelnevalt nimetatud seletuskirjas väljatoodud, et kuna osaühingu osasid ei saa võtta kauplemisele reguleeritud väärtpaberiturul, puudub vajadus ÄS § 351<sup>2</sup> sarnase sätte järele.<sup>147</sup> Autor nõustub nimetatud seisukohtadega, kuid leiab, et arvestades osaühingu vahetusvõlakirjade äriseadustikku lisamise eesmärki, puudub ka sarnaselt osaühingu osa kvalifitseerimisele väärtpaberina põhjus, miks ei peaks väärtpaberina VPTS mõttes kvalifitseerima osaühingu vahetusvõlakirja. Osaühingu vahetusvõlakirja võib võõrandada samadel tingimustel kui osa (ÄS § 167<sup>2</sup> lg 2). See tähendab, et vahetusvõlakirjade kaubeldavuse kriteerium on sisustatav sarnaselt osaühingu osale. Seega võiks osaühingu vahetusvõlakiri osade ostueesõiguse välistamisel ning EVK-s registreerimisel (EVKS § 2 lg 2) olla sarnaselt kaubeldav väärtpaber.

Lisaks õiguskirjanduses väljatoodud ostueesõiguse kriteeriumile kaubeldavuse sisustamiseks selgemad kriteeriumid puuduvad. Samuti on ebaselge ka kaubeldavuse ulatus. Nimelt kaasatakse ühisrahasutusportaalil Crowdestate magistritöö kirjutamise hetkel raha aktsiaseltsi vahetusvõlakirjade abil, mis annavad õiguse laenu aktsiateks konverteerida.<sup>148</sup> Nimetatud investeeringu kaubeldavuse kriteeriumi osas on investeeringu aluseks olevas lepingus sätestatud, et investor võib loovutada lepingust tulenevaid nõudeid laenusaaaja vastu üksnes

<sup>146</sup> Äriseadustiku ja asjaõigusseaduse muutmise seaduse eelnõu seletuskiri (785 SE). 2014. Lk 5.

<sup>147</sup> Äriseadustiku ja asjaõigusseaduse muutmise seaduse eelnõu seletuskiri (viide 146), lk 16.

<sup>148</sup> Crowdestate. Elcogen AS käibekapitali rahastamine. Arvutivõrgus: <https://crowdestate.eu/opportunity/Elcogen> (30.04.2017).

Crowdestate portaali vahendusel, selle poolt sätestatud tingimustel ning selle registreeritud kasutajatele.<sup>149</sup> Samuti sätestati lepingus, et muul viisil pooled lepingust tulenevaid õigusi ja/või kohustusi üle anda ei või, välja arvatud kui õigused ja kohustused lähevad üle üldõigusjärgluse korras (mh pärimise teel).<sup>150</sup>

Käesoleva magistritöö autori hinnangul nimetatud tingimus küll piirav, kuid see ei pruugi tingimata välistada nimetatud investeeringu kaubeldavust. Kõige keerulisem on siinkohal vahetusvõlakirja võlaõiguslik määratlemine, st otsustamine, kas tegemist on nõude või lepinguga, millest sõltub ka nimetatud investeeringu kaubeldavus. Lepingu ülevõtmine on vastavalt VÕS § 179 lg 1 kohaselt lubatud ainult teise lepingupoole nõusolekul, mis tähendab, et üleandmine on küllalt keeruline. Kui tegemist on nõudega, siis võib VÕS 164 lg 1 kohaselt võlausaldaja (käesoleval juhul investoril) oma nõude võlgniku (käesoleval juhul kapitali kaasava äriühingu) nõusolekust sõltumata anda lepingu alusel tervikuna või osaliselt üle teisele isikule. VÕS § 166 lg 2 sätestab seevastu, et võlgniku ja võlausaldaja vahel sõlmitud kokkulepe, millega nõude loovutamine välistatakse või nõude loovutamise õigust piiratakse, ei kehti kolmandate isikute suhtes. Seega, kui eelnimetatud lepingust tulenev nõue loovutatakse kolmandale isikule ilma nõusolekuta, jääb nõude loovutamine kehtima. See tähendab, et nõue oleks põhimõtteliselt ka ühepoolse tahteavalduse alusel üleantav ning kaubeldav. Kui investeering on kaubeldav, on tegemist juba väärtpaberiga VPTS § 2 mõistes. Kui tegemist on väärtpaberiga, mida pakutakse praegusel juhul avalikkusele 576 900 euro ulatuses, on tegemist väärtpaberite avaliku pakkumisega VPTS § 12 tähenduses, mis tähendab, et koostada tuleks ka prospekt ja see finantsinspektsioonis registreerida.

Käesoleva magistritöö autor on seisukohal, et vahetusvõlakirja näiteks tingimusliku nõude või lepinguna määratlemine on äärmiselt problemaatiline. Samas leiab autor, et rohkem kui poole miljoni suuruse investeeringu sõltuvusse seadmine vastavast VÕS-i määratlusest ei ole põhjendatud. Arvestades investeeringu mahtu, investorite jaoks kaasnevaid samasuguseid riske kui väärtpaberite puhul ja VPTS eesmärke kapitali kaasamise osas tuleks autori hinnangul nimetatud investeeringut seega käsitleda ka väärtpaberina ja kohaldada vastavalt VPTS sätteid.

---

<sup>149</sup> Crowdestate. Elcogen AS käibekapitali rahastamine - laenuleping. P 8.1. Arvutivõrgus: <https://crowdestate-attachments.s3-eu-west-1.amazonaws.com/7cc78d60-aeef-40a9-9c2a-f89e2a4ed826.pdf> (30.04.2017).

<sup>150</sup> Crowdestate. Elcogen AS käibekapitali rahastamine – laenuleping (viide 149), p 8.1.



### 2.3.2. Lepingulised- ning hübriidinstrumendid kui väärtpaberid

Ühisrahastusmodelitest on veelgi keerulisem hinnata laenu või laenuõhiste väärtpaberite väljastamisel põhinevaid mudeleid ning näiteks laenu erinevusi võlakirjast. Kuigi Eesti VPTS § 2 lg 1 loetleb erinevaid laenuõhiste instrumentide liike, ei ole nende piiritlemise osas peale eelnevalt märgitud ÄS-i sätetele mingisuguseid juhiseid antud. Turuosalistel on küll väljakujunenud praktika, kuid kuna väärtpaberi peamiseks tunnuseks on eelkõige üleantavus, võib see tekitada erinevaid praktilisi probleeme.

Näiteks Saksamaal oli varasemalt VermAnlG paragrahvis 1(2) väljatoodud erinevate investeeringute liikidest ilmselt kõige populaarsem vaikiva seltsingu (*stille Beteiligung*) instrument. Nimetatud instrumendi suhtes kohaldusid ka prospektinõuded, ning sarnaselt Eestile prospekti koostamise kohustus alates 100 000 euro kaasamisest.

Saksamaal üldlevinud praktika, kus ühisrahastuses kasutati vaikiva seltsingu (*stille Beteiligung*) instrumenti ning millele kohaldusid alates 100 000 euro kaasamisest ka prospektinõuded, pani proovile ühisrahastusportaal nimega Seedmatch.<sup>151</sup> Nimelt koostas Seedmatch investorite ning kapitali kaasavate ettevõtete vahel kasumis osalemise laenu kokkuleppe (*partiarisches Darlehen*) eesmärgiga vältida 100 000 euro piiri kohaldumist.<sup>152</sup> Tegemist oli toona täiesti uudse instrumendiga, millele vajati Saksamaa Föderaalsete Finantsjärelevalve asutuse (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, edasipidi BaFin) heakskiitu. BaFin on nimetatud instrumendi kohta selgitanud, et kasumis osalemise laenukokkuleppe puhul kannavad investorid kapitali emitendile (laenuvõtjale) spetsiifiliseks eesmärgiks ning saavad selle eest vastutasuks kasumina intressi.<sup>153</sup> See on laenu kasumil põhinev komponent, mis sõltub kui suurt kasumit saadi ning paljud selliseid laenu kokkulepped pakuvad ka intressi laenusumma pealt.<sup>154</sup> Kuivõrd BaFin kiitis nimetatud struktureerimise heaks, oli Saksamaal sisuliselt loodud ka esimene suurem pretsedent väärtpaberituruõiguse regulatsiooni vältimiseks ühisrahastuses.<sup>155</sup>

<sup>151</sup> Seedmatch. Arvutivõrgus: <https://www.seedmatch.de/> (30.04.2017).

<sup>152</sup> Seedmatch. Crowdfunding: Seedmatch is going where no Kickstarter has gone before. Arvutivõrgus: <http://www.whiteboardmag.com/crowdfunding-kickstarter-seedmatch/> (30.04.2017).

<sup>153</sup> Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Subordinated loans and loans with profit participation: BaFin urges caution in connection with capital raising. 16.03.2015. Arvutivõrgus: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2015/fa\\_bj\\_1503\\_nachrangdarlehen\\_en.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2015/fa_bj_1503_nachrangdarlehen_en.html) (30.04.2017).

<sup>154</sup> Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Subordinated loans and loans with profit participation (viide 153).

<sup>155</sup> Seedmatch. Crowdfunding: Seedmatch is going where no Kickstarter has gone before (viide 152).

Õiguskirjanduses on märgitud, et alates 2012. a novembrist on ühisrahastusportaalid liikunud edasi allutatud kasumis osalemise laenu kokkulepete (*partiarische Nachrangdarlehen*) vahendamisele, mida võib iseloomustada üldiselt kui laenusid 1) mille intressimäär sõltub laenusaaja kasumist või käibest; 2) mis ei anna laenuandjale õigusi laenusaaja juhatuses; 3) läbi mille ei ole laenuandja avatud laenuvõtja kahjumile; ning 4) mis kuuluvad rahuldamisele pärast teisi laenusid maksejõuetusmenetluses.<sup>156</sup>

Nagu varasemalt öeldud, on Eestis nimetatud struktuuridele kõige sarnasem Crowdestate'i finantseerimismudel, kus projekte finantseeritakse laenulepingute alusel, mille kasumlikkus on tihti otseses sõltuvuses projekti edukusega ning mis hõlmab tihti ka osalust vastavas projekti ellu viivas SPV-s. Seega võib siinkohal tekkida põhjendatud küsimus, kas tegemist on lepingulise suhte alusel väljastatava laenuga, kus laenusaaja võtab endale erikohustusi või on tegemist väärtpaberiga.

Kuna tegemist on laenulepinguga, on autori hinnangul põhjendatud selle analüüs võlakirja tunnuste alusel. Õiguskirjanduses on välja toodud, et võlakirjadel on kolm peamist omadust: 1) nominaalväärtus (mis on tavaliselt ka tagasiostuhind); 2) intressimäär (või kupongimäär) ning 3) lunastamise tähtaeg.<sup>157</sup> Kõige lihtsam on siinkohal intressimäära ning lunastamise tähtaja kriteeriumi täitmine, kuivõrd kõik Crowdestate laenud on tasulised ning neil on ka oma lõpptähtaeg.<sup>158</sup> Samuti võib öelda, et kuna Crowdestate'is investeerimine toimib 100 euro suurustes järkudes, on tegemist 100 euro suuruse nominaalväärtusega instrumendiga, mida investor tüki kaupa ostab. Seega on nimetatud struktuuri puhul vajalik veel hinnata, kas tegemist on üleantava investeeringuga. Arvestades, et VPTS § 2 lg 1 kohaselt on väärtpaber vähemalt ühepoolse tahteavalduse alusel üle antav varaline õigus või kohustus või leping, on siinkohal eraldiseisev probleem, kas tegemist peaks olema nõude või lepingu üleandmisega. Autori hinnangul tuleb väärtpaberit pigem hinnata kui tervikut, koos sellest tulenevate õiguste ja kohustustega. Seega tuleb üleantavuse küsimuse väljaselgitamiseks hinnata, kas ja mis tingimustel on leping üleantav.

VÕS § 179 lg 1 kohaselt võib lepingupool teise lepingupoole nõusolekul anda oma lepingust tulenevad õigused ja kohustused üle kolmandale isikule temaga sõlmitud lepingu alusel.

<sup>156</sup> L. Klöhn, L. Hornuf, T. Schilling. The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act: Content, Consequences, Critique, Suggestions. *Diritto Della Banca e del Mercato Finanziario*, Forthcoming. 02.06.2015. Lk 5. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=2595773> (30.04.2017).

<sup>157</sup> E. Ferran (viide 141), lk 515.

<sup>158</sup> Crowdestate on paljudel juhtudel määranud siiski suhteliselt paindlikud lõpptähtajad erandlikeks olukordadeks. Vaata näiteks: Crowdestate. Pärnu mnt 457, 10916 Tallinn korterelamute detailplaneeringu laenulepingu p. 3.1. Arvutivõrgus: <https://crowdestate-attachments.s3-eu-west-1.amazonaws.com/b0b8899f-1820-469f-8712-a18cfa66961c.pdf> (30.04.2017).

Esimeseks oluliseks takistuseks on asjaolu, et lepingu üleandmiseks on vaja teise lepingupoole nõusolekut. Nimetatud sätte on küll dispositiivne, mis tähendab, et põhimõtteliselt on võimalik leppida ka kokku, et teise lepingupoole nõusolekut lepingu üleandmiseks ei ole vaja. Crowdestate on oma lepingutes seevastu leppinud kokku vastupidises ning sätestanud, et pool ei või lepingust tulenevaid õigusi ja/või kohustusi üle anda, välja arvatud kui õigused ja kohustused lähevad üle üldõigusjärgluse korras (mh pärimise teel).<sup>159</sup> Seega tuleb asuda seisukohale, et hetkel kehtiva seadusandluse kohaselt ei ole tegemist väärtpaberiga.

Kui tegemist ei ole väärtpaberiga, tekib omakorda erinevaid probleeme VÕS-i kohaldamisel. Nimelt on VÕS-is erinevaid imperatiivseid sätteid tarbijate kaitseks. Siinkohal tekib aga küsimus, kas ühisrahastuse investoreid võiks käsitleda tarbijana. VÕS § 1 lg 5 kohaselt on tarbija füüsiline isik, kes teeb tehingu mis ei seonu iseseisva majandus- või kutsetegevuse läbiviimisega. Riigikohus on lahendis 3-2-1-66-14<sup>160</sup> järgnevat: „Selleks, et teha kindlaks, kas füüsiline isik tegutseb laenu andes oma majandus- või kutsetegevuses, tuleb kogumis hinnata selliseid kriteeriume nagu laenu andmise püsivus ja maht ning laenu tasulisus. Samuti tuleb hinnata laenulepingute põhitingimusi, laenuandja ja laenusaaaja vahelisi suhteid ning lepingute sõlmimise asjaolusid. Majandus- ja kutsetegevusele võib viidata näiteks see, kui laenu on antud pikema perioodi jooksul mitmetele isikutele, samuti see, kui füüsiline isik, kes laenu annab, on teatud piirkonnas teadaolev isik, kellelt on vajadusel võimalik (tasu eest) laenu saada. Tegevuse püsivus on seejuures nii ajaline kui ka mahuline.“ Arvestades, et ühisrahastuses on investoritel võimalik investeerida väikeste summade kaupa, võib mõni ühisrahastuse investor olla laenuandjaks näiteks 50 erineva laenulepingu alusel. Kui laenu on antud püsivalt pika aja jooksul ning laenuandja on saanud selle eest intressi, ei ole nimetatud Riigikohtu lahendi kontekstis välistatud investorite tegevuse kvalifitseerimine majandus- ja kutsetegevusena. Kuigi autori hinnangul ei ole investorite tarbijana mitte kvalifitseerimine põhjendatud, on tegemist potentsiaalselt lahendust vajava küsimusega.

Kui investoreid on võimalik kvalifitseerida tarbijatena, ei ole investorite jaoks paljudel juhtudel siiski tagatud tarbija sätetest tulenev kaitse. Näiteks defineerib VÕS § 402 tarbijakrediidilepingu kui krediidilepingu, millega oma majandus- või kutsetegevuses tegutsev krediidiandja annab või kohustub andma tarbijale krediiti või laenu. Ühisrahastuse puhul oleks seevastu tegemist tarbija poolse laenuandmisega majandus- või kutsetegevuses

<sup>159</sup> Crowdestate. Pärnu mnt 457, 10916 Tallinn korterelamute detailplaneeringu laenulepingu p. 7.1. (viide 158).

<sup>160</sup> RKTko 3-2-1-66-14, p 16.

tegutsevale äriühingule, mis tähendab, et nimetatud regulatsioon ei ole kohalduv. Samal ajal võib tegemist olla sidevahendi teel sõlmitud lepinguga, mispuhul on investoritel vastavalt VÕS § 56 lg-le 1 õigus lepingust taganeda põhjust avaldamata 14 päeva jooksul. See võib omakorda osutada probleemiks kindlat rahasumma vajavale kapitali kaasavale emitendile, kes võib hoolimata algsest kapitali kaasamisest sellest 14 päeva pärast ilma jääda.

Regulatsiooni iseloomustab ka asjaolu, et tegemist ei olnud üksnes mingisuguse kindla niši finantseerimisega ning näiteks Saksamaal kasutati BaFin'i andmetel selliseid struktuure toorme, taastuvenergia, kinnisvara, metsanduse, põllumajanduse, ravimialase uurimistöö ja arenduse, köögikappide, loomatoidu, leivapuru ürituste ja sündmuste turustamise, puhke tehnoloogia ning toitlustamisteenuste puhul.<sup>161</sup> Kuivõrd eelnevalt nimetatud instrumendid ei kvalifitseerunud investeeringuna VermAnlG tähenduses, võimaldas see nende piiramatus koguses emiteerimist ilma prospektita,<sup>162</sup> mis tõi näiteks eelnevalt mainitud Seedmatchi jaoks kaasa kolmekordse rahastamismäärade suurenemise projekti kohta ning suurendas märkimisväärselt ka teiste ühisrahastusportaalide mahtusid.<sup>163</sup> Nii võib ka Eestis tekkida olukord, kus kapitaliturgude regulatsiooni vältiv struktuur muutuv populaarseks finantseerimisvahendiks, kuhu investeerivad ilma vastavate kaitse säteteta ka tavainvestorid.

Kuigi Saksamaal ei ole kapitali kaasamine enam sellisel kujul võimalik tulenevalt Saksamaal vastu võetud Väikeinvestorite Kaitse Seadusest (*Kleinanlegerschutzgesetz - KASG*)<sup>164</sup>, näitab seadusele eelnenud olukord siiski teatud puudujääke seadusandluses. Ühest küljest näitas loodud instrumentide kasutamine suuresti looteludel põhineva väärtpaberi mõiste puudujääke ning teisest küljest ettevõtete raha kaasamise vajadust, mis suurenes mitu korda alates võimalusest kaasata läbi uute instrumentide raha ilma prospekti koostamata.

---

<sup>161</sup> Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Subordinated loans and loans with profit participation (viide 153).

<sup>162</sup> Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Subordinated loans and loans with profit participation (viide 153) ja L. Klöhn jt (viide 156), lk 5.

<sup>163</sup> Näiteks Companisto, kes suutis oma rahastamismäärasid projekti kohta rohkem kui kahekordistada pärast allutatud kasumise osalemise kokkuleppe kasutusele võtmist. Vaata täpsemalt: L. Hornuf, A. Schwenbacher. Should Securities Regulation Promote Crowdfunding? Munich Discussion Paper No. 2014-27. Department of Economics University of Munich. Volkswirtschaftliche Fakultät Ludwig-Maximilians-Universität München. Lk 28. Arvutivõrgus: [https://epub.ub.uni-muenchen.de/20975/1/Hornuf,%20Schwenbacher%20\(2015\)%20Should%20securities%20regulation%20promote%20crowdfunding.pdf](https://epub.ub.uni-muenchen.de/20975/1/Hornuf,%20Schwenbacher%20(2015)%20Should%20securities%20regulation%20promote%20crowdfunding.pdf) (30.04.2017).

<sup>164</sup> Kleinanlegerschutzgesetz - KASG. Vom 3. Juli 2015. Arvutivõrgus: [http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2015-07-09-kleinanlegerschutzgesetz.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=3](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2015-07-09-kleinanlegerschutzgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=3) (30.04.2017).

### 2.3.3. Ebatüüpiliste laenupõhiste ning lepinguliste struktuuride määratlemise teoreetilised alused

Nagu varasemalt märgitud, puuduvad Euroopa õigusruumis erinevalt Ameerika Ühendriikidest lisaks definitsioonile teoreetilised alused näiteks ühisrahastuses kaasnenud instrumentide hindamiseks. Ebatüüpiliste instrumentide puhul on autori hinnangul taaskord üheks võimaluseks võtta aluseks Ameerika Ühendriikide lähenemine.

Eelnevalt mainitud *Securities Act*'i väärtpaberi definitsioon hõlmas endas mitmeid laenupõhiseid väärtpabereid nagu näiteks võlakirjad, debentuurid ja võlatähed, mille kvalifitseerimist väärtpaberina võiks pidada mõnevõrra selgemaks. Siiski tuleb silmas pidada, et definitsiooni juurde on märgitud ka erand „kui kontekst teisiti ei nõua“, mis äärmiselt laia definitsiooni mõnevõrra kitsendab. Lisaks Howey testi kasutamisele on Ameerika Ühendriikide Ülemkohus kitsalt laenupõhiste instrumentide hindamiseks loonud lahendis *Reves v. Ernst & Young*<sup>165</sup> *Reves* testi, kus hinnati millised võlatähed on väärtpaberid.

*Reves* test algab eeldusega, et kõik võlatähed on väärtpaberid ning toob seejärel välja mitteammendava nimekirja<sup>166</sup> võlatähtedest, mis ei ole väärtpaberid. Autori hinnangul ning ka õiguskirjanduses on leitud, et ühisrahastuses ettevõtetele antavad laenud nimetatud kategooriate alla ei mahu.<sup>167</sup> Seega tuleb ühisrahastuse investearingu kvalifitseerimisel lähtuda nelja astmelisest testist, kus õiguskirjanduses väljendatud seisukohtade<sup>168</sup> alusel tuleb hinnata järgmist 1) võlatähe ostja ja müüja motivatsioon; 2) võlatähe levitamisplaan; 3) investeariva avalikkuse mõistlikud ootused; 4) kas mõni faktor, nagu teise regulatiivse korra olemasolu, vähendab instrumendi riski, mistõttu on *Securities Act*'i kohaldamine ebavajalik.

Arvestades, et ühisrahastuse eesmärk on investoritelt raha kaasamine, mille eest makstakse investorile intressi, on esimene kriteerium selgelt täidetud. Märksa problemaatilisem võib esmapilgul tunduda võlatähe levitamisplaan kriteeriumi täitmine, kuivõrd ühisrahastuse instrumentidel puudub reeglina levitamiseks turg. Samas on *Reves v. Ernst & Young* lahendis tegu võlatähtedega, millega ei kaubeldud reguleeritud turul. Ülemkohtu hinnangul piisas

<sup>165</sup> *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56 (1990). Arvutivõrgus: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/494/56/case.html> (30.04.2017).

<sup>166</sup> [T]he note delivered in consumer financing, the note secured by a mortgage on a home, the short-term note secured by a lien on a small business or some of its assets, the note evidencing a character' loan to a bank customer, short-term notes secured by an assignment of accounts receivable, or a note which simply formalizes an open-account debt incurred in the ordinary course of business (particularly if, as in the case of the customer of a broker, it is collateralized)"); *Chemical Bank*, supra, at 939 (adding to list "notes evidencing loans by commercial banks for current operations")

<sup>167</sup> C. S. Bradford. Crowdfunding and the Federal Securities Laws (viide 5), lk 36.

<sup>168</sup> Vaata näiteks: C. S. Bradford. Crowdfunding and the Federal Securities Laws (viide 5), lk 37 ja A.R. Palmiter (viide 128), lk 58.

kriteeriumi täitmiseks asjaolust, et neid pakuti ja müüdi laiale hulgale avalikkusest.<sup>169</sup> Ülemkohus ei andnud selgeid juhiseid laia hulga avalikkuse defineerimisel, kuid arvestades ühisrahastuses raha kaasamisel osalevate investorite arvu, võiks eelduslikult pidada kriteeriumit siiski täidetuks. Investeeriva avalikkuse mõistlike ootuste sisustamisel Ülemkohus liiga detailseid juhiseid ei andnud ning märkis üksnes, et võlatähtede reklaamimisel iseloomustati neid kui investeeringuid ning ei olnud tasakaalustavaid faktoreid, mis oleks mõistlikus isikus tekitanud sellises iseloomustuses kahtlusi.<sup>170</sup> Kuivõrd ühisrahastust reklaamitakse tihti ka avalikkuses alternatiivse investeerimisvõimalusena ning ühisrahastusportaalid kasutavad termineid nagu investeerimine ja investeerimiskonto ka ise, on eelduslikult täidetud ka see kriteerium. Viimane kriteerium on täidetud juba tulenevalt ühisrahastuse mahtude ulatusest ning asjaolust, et muu asjakohane regulatsioon puudub. Seega võib eeltoodu alusel öelda, et nii investeerimispõhine kui ka laenupõhine ühisrahastus kvalifitseeruvad Ameerika Ühendriikides suure tõenäosusega väärtpaberina. See tähendab, et investoritelt raha kaasamise osas tuli enne *JOBS Act*'i vastuvõtmist kohaldada täies ulatuses ka *Securities Act*'i koos kõigi vastavate nõuetega.

#### **2.4. Ühisrahastuse erandite loomise alused ning ühisrahastuse investeeringute uus määratlus**

Ühisrahastuse investeeringud, mis vastavad väärtpaberi tunnustele ning mida pakutakse avalikkusele, on reeglina allutatud väga rangele regulatsioonile. Rangus ei ole siiski alati põhjendatud ja riigid on tahtnud kapitali kaasamist siiski lihtsustada. Näiteks Ameerika Ühendriikides ja Ühendkuningriigis langes ühisrahastuse investeering instrumendi järgi regulatsiooni alla ja kaitsevajadus oli olemas, kuid üldine regulatsioon on liiga piirav. Saksamaal seevastu ühisrahastuse investeeringud regulatsiooni alla ei kuulunud, kuid üldise regulatsiooni kohaldamine ühisrahastuse suhtes oli sarnaselt piirav. Seega on riikides, kus soovitakse ühisrahastust edendada peetud vajalikuks erandliku regulatsiooni kehtestamist. Üldistatult on erandliku regulatsiooni kehtestamiseks olnud kaks võimalust. Esimese võimalusena on loodud ühisrahastuse jaoks spetsiifilised erandid kehtivatest väärtpaberiseadustest. Teise võimalusena on täiendatud juba olemasolevaid väärtpaberiseaduseid sätetega, mis vastaksid paremini ühisrahastuse spetsiifilisele iseloomule. Näiteks on riikides oluliselt erinevad lahendused ühisrahastuse instrumentide osas.

---

<sup>169</sup> *Reves v. Ernst & Young* (viide 165).

<sup>170</sup> *Reves v. Ernst & Young* (viide 165).

Saksamaal vastu võetud KASG-iga kehtestatakse erand paljudest VermAnlG-is ettenähtud nõuetest, millest kõige olulisemaks võib pidada §-is 6 sätestatud prospekti koostamise nõuet. Kuigi ühisrahastuse erandi kohaldamiseks tuleb kinni pidada paljudest erinevatest piirangutest, peetakse õiguskirjanduses kõige olulisemaks viie peamise kumulatiivse tingimuse täitmist<sup>171</sup>: 1) tegemist peab olema VermAnlG § 1 lg 2 punktis 3, 4 või 7 välja toodud instrumendiga ehk kasumis osalemise laenu, allutatud laenu või muu sarnase finantseerimisvormiga; 2) emitendi poolt väljastatud selliste instrumentide koguväärtus ei tohi ületada 2,5 miljonit eurot; 3) investeringuid võib pakkuda üksnes investeerimiskonsultatsiooni või investeerimisvahenduse käigus läbi internetiplatvormi; 4) ühisrahastusportaalil peab olema kohustus jälgida investeerimispiirangutest kinnipidamist, samuti peab olema tegemist investeerimisteenuse pakkujaga WpHG tähenduses või üldise kutsetegevust reguleeriva asutuse järelevalvesubjektiga; ning 5) erandile ei saa tugineda kui investeringut pakutakse avalikult VermAnlG § 2 lg 1 p-i 3 tähenduses või kui eelnevat erandi alusel investeringu pakkumist ei ole täielikult täidetud või lunastatud.

Kuigi KASG on leidnud tervikuna erinevat kriitikat, on kõige enam kritiseeritud erandi piiratust üksnes kindlate instrumentidega. Probleemina on esile toodud näiteks ebaselgust, millised investeringud kvalifitseeruvad kasumis osalemise laenuna ning kuidas erineb see näiteks vaikivast seltsingust, millele kohaldatakse prospektinõudeid juba alates 100 000 eurost.<sup>172</sup> Samuti on leitud, et kuna vaikiv seltsing on erinevalt kasumis osalemise laenudest reguleeritud ka Saksamaa Äriseadustiku (*Handelsgesetzbuch – HGB*) §-ides 230 jj, on vaikiva seltsingu puhul investorite kaitse tagatud märksa paremini, mistõttu ei ole põhjendatud prospekti koostamise nõude tõstmine 2,5 miljoni euroni riskantsema instrumendi puhul.<sup>173</sup>

Võrreldes Saksamaaga oli ühisrahastuse instrumentide reguleerimisel paremas positsioonis Ühendkuningriik, kus tekkis ühisrahastuse instrumentidele kohaldatava regulatsiooni osas teistsugune probleem. Olukord on võrreldes Saksamaaga erinev, kuivõrd Ühendkuningriigis kehtib prospekti koostamise kohustus alates 5 000 000 eurost ning samuti on kehtestatud eraldi regulatsioon Finantsteenuste ja turgude seaduses (*Financial Services and Markets Act 2000*, edaspidi FSMA)<sup>174</sup>, mille §-i 21 kohaldatakse juhul kui Prospektidirektiiv ei kohaldu. See tähendab, et enamus ühisrahastusportaalet kuuluvad olemasoleva regulatsiooni kohaselt

<sup>171</sup> L. Klöhn jt (viide 156), lk 7.

<sup>172</sup> L. Klöhn jt (viide 156), lk 12.

<sup>173</sup> L. Klöhn jt (viide 156), lk 11-12.

<sup>174</sup> Financial Services and Markets Act 2000. Arvutivõrgus: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents> (30.04.2017).

Ühendkuningriigi finantsjärelevalveorgani (*Financial Conduct Authority*, edaspidi: FCA) järelevalve alla ning olid kohustatud end ka FCA juures registreerima.<sup>175</sup>

Sellest hoolimata otsustas FCA 2014. aastal võtta seoses ühisrahastusega vastu märkimisväärsed muudatusi, mis hõlmas endas uue terminina ka raskesti realiseeritavate väärtpaberite (*non-readily realisable securities*) kasutuselevõtu<sup>176</sup>. Raskesti realiseeritavad väärtpaberid otsustati defineerida välistamismeetodil. See tähendab seda, et raskesti realiseeritav väärtpaber on iga väärtpaber, mis ei ole kergesti realiseeritav väärtpaber (*readily realisable security*), paketistatud toode (*packaged product*) või mittelevinud koondatud investering (*non-mainstream pooled investment*).

Tulenevalt Ühendkuningriigi arenenud kasutajalt kasutajale laenuturust, tekkis küsimus investeerimis põhise ning laenupõhise ühisrahastuse eristamise vajadusest. FCA leidis, et eristamine on põhjendatud, kuivõrd ettevõtted, kes väljastavad noteerimata laenupõhiseid väärtpabereid, võivad vabalt määrata väljastavate väärtpaberite osas endale sobivad tingimused.<sup>177</sup> Nii toodi välja, et mõned ettevõtted, kes väljastavad raskesti realiseeritavaid, mittelikviidseid laenupõhiseid väärtpabereid, ei takista investoritel mitte üksnes nendega kauplemist tunnustatud kapitaliturul, vaid muudavad need ka mitte üle antavaks.<sup>178</sup> Ettevõtted või üksikisikud, kes laenavad raha kasutajalt kasutajale põhinevate laenulepingute alusel, mida vahendatakse läbi laenupõhise ühisrahastusportaali, ei saa reeglina laenamise tingimusi kontrollida.<sup>179</sup> Täiendavalt saavad üksikisikud, kes investeerivad kasutajalt kasutajale või kasutajalt äriühingule laenuturul, reeglina maandada oma üldist riski investeringuid hajutades lihtsamini kui väärtpaberitega investorid.<sup>180</sup>

Kõige põhjalikum regulatsioon on ootuspäraselt vastu võetud Ameerika Ühendriikides. Nagu eelnevalt selgus ei muudetud või ei võetud selleks vastu uut väärtpaberi mõistet. Ameerika Ühendriikides ühisrahastuse erand hõlmab väga keerulisi ja olulisi piiranguid. Muuhulgas on peab erandi kohaldumiseks pidama kinni järgmistest piirangutest: 1) kaasatav kapital on piiratud 1 miljoni dollariga 12 kuu kohta<sup>181</sup>; 2) investorite investeeritav summa ei tohi ületada

<sup>175</sup> Esimene osaluspõhine ühisrahastusportaal, kes ennast FCA juures registreeris oli Seedrs. Vaata lähemalt: Seedrs. Community FAQs. Arvutivõrgus: <https://www.seedrs.com/learn/help/what-is-the-financial-conduct-authority-fca> (30.04.2017).

<sup>176</sup> Financial Conduct Authority. Policy Statement. The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules. 2014. Lk 60. Arvutivõrgus: <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf> (30.04.2017).

<sup>177</sup> Financial Conduct Authority. Policy Statement (viide 176), lk 39.

<sup>178</sup> Financial Conduct Authority. Policy Statement (viide 176), lk 39.

<sup>179</sup> Financial Conduct Authority. Policy Statement (viide 176), lk 39.

<sup>180</sup> Financial Conduct Authority. Policy Statement (viide 176), lk 39.

<sup>181</sup> Securities Act of 1933 (viide 77). Section 4A(6)(A).



5% või 10% või 100 000 dollarit sõltuvalt investori sissetulekust või vara väärtusest<sup>182</sup>; 3) tehingute tegemine on lubatud üksnes läbi uue rahastamisportaali (*funding portal*) või olemasolevate maaklerite (*broker*).<sup>183184</sup>

Eestis toodi Finantsinspektsiooni poolse algatusena ühisrahastuse reguleerimise eelnõus reguleerimisobjektidena välja laenu-, osalus- ja investeerimispõhised ühisrahastusmodelid<sup>185</sup> ning defineeriti vastavalt ka mõistetena.<sup>186</sup> Üldistatult võiks siinkohal öelda, et nimetatud lähenemine laenupõhist ja investeerimispõhist ühisrahastust ei erista. Mõlemad mõisted põhinevad nõ projektipõhisel aspektil, mida võib pidada ilmselt ka põhjendatuks tulenevalt asjaolust, et see on Eestis ilmselt kõige levinud kapitali kaasamise viis ühisrahastuses ning kasutajalt kasutajale ja kasutajalt äriühingule ärimudelid on suures osas reguleeritud krediidiandjate ja vahendajate seadusega<sup>187</sup>.

Autori hinnangul on lõplikku või ühesugust riikideülest lahendust kehtestada keeruline ning ka suurriikidel on regulatsiooni vajadustest oma erinevad nägemused. Ameerika Ühendriikide puhul on kogu finantstulul põhinev ühisrahastus allutatud ühisele regulatsioonile. Saksamaal põhineb ühisrahastus aga põhimõtteliselt tervikuna üksnes spetsiifiliste laenupõhiste lepinguliste instrumentide kasutamisel. Eeltoodust võib järeldada, et eristamise vajadus sõltub suuresti riigisisese turu arengust ning konkreetsetest vajadustest. See tähendab, et kuigi autor nõustub eelnevalt väljatoodud FCA põhjendustega eristamise vajadusest, ei pruugi Ühendkuningriigi ülimalt arenenud kasutajalt kasutajale või kasutajalt äriühingule laenuturust tulenevalt sarnase eristuse kasutamine Eestis olla põhjendatud. Sama võib üldjoontes väita Saksamaa spetsiifilise laenustruktuuri erisuste kohta või Ameerika Ühendriikide kohta, mille arenenud väärtpaberiturg ja mahud ei ole kuidagi Eestiga võrreldavad. Seega võiks siinkohal olla lahenduseks ühisrahastus instrumentide erinevustest tulenevate riskide hindamine ning vastavalt sellele ka eristamisvajaduse otsustamine. Vastav määratlus peaks olema aga kõikehõlmav tagamaks ühetaolise regulatsiooni kõikidel juhtudel kui võetakse investeerimisrisk.

<sup>182</sup> Securities Act of 1933 (viide 77). Section 4B(D).

<sup>183</sup> Securities Act of 1933 (viide 77). Section 4A(b)(1).

<sup>184</sup> Erandi kohaldamiseks tuleb täita väga palju erinevaid tingimusi ning väljatoodud loetelu hõlmab neist ainult osa peamistest tingimustest. Autor analüüsib näiteks ühisrahastusportaali ja avalikustamiskohustusega peatükis 3.2 Erandi tingimuste osas vaata täpsemalt näiteks: C.S. Bradford. The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled. Securities Regulation Law Journal. Vol. 40, No. 3. 2012. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=2066088> (30.04.2017).

<sup>185</sup> Finantsinspektsioon. Algatus ühisrahastuse reguleerimiseks (viide 21). § 1

<sup>186</sup> Finantsinspektsioon. Algatus ühisrahastuse reguleerimiseks (viide 21). § 4 lg 1 ja lg 2

<sup>187</sup> Krediidiandjate ja -vahendajate seadus. - RT I, 11.03.2016, 3.

### 3. AVALIKUSTAMISKOHUSTUS KUI INVESTORKAITSE VAHEND KAPITALI KAASAMISEL ÜHISRAHASTUSES

#### 3.1. Vajadus emitentide avalikustamiskohustuse järele

##### 3.1.1. Teabe avalikustamise tagamise võimalused

Kapitaliturgude regulatsiooni osas põhinevad väga paljud majandusteaduslikud mudelid eeldusel, et regulatsioon on vajalik eelkõige olukordades, kus on tegemist turu ebatäiuslikkuse või välismõjuga.<sup>188</sup> Üheks selliseks olukorraks võib pidada informatsiooni asümmeetriat, mille vähendamine on ka kapitaliturgude üheks põhiliseks eesmärgiks. Ühisrahaastuses ning kapitaliturgudel tervikuna on informatsiooni asümmeetria puhul tegemist näiteks olukorraga, kus raha vajaval äriühingul on rohkem informatsiooni kui investoril, kes võiks osaluse või laenu vormis äriühingusse investeerida. Informatsiooni asümmeetria on probleem, sest poolte vahel tehingu toimimiseks on reeglina vaja usaldust, mõlemapoolset huvi ning võimalikult võrdselt informeeritust.

Investori ja emitendi huvid ei lange siiski sageli kokku. Kuna emitendi huviks on saada võimalikult headel tingimustel raha, on emitendil selge motivatsioon end investoritele võimalikult heast küljest näidata. Investori huviks on seevastu investeerida oma raha võimalikult kvaliteetsesse äriühingusse, mis suudaks laenu puhul investeeritud raha tagasi maksta või osaluse puhul selle väärtust suurendada. Õiguskirjanduses on leitud, et kuna investorid ei tea millised äriühingud edastavad tõest infot ning millised mitte, pakutakse kõigi investeeringute osas äriühingutele kehvemaid tingimusi.<sup>189</sup> Täpsemalt nimetatakse õiguskirjanduses sellist olukorda ebasoodsa valiku (*adverse selection*) probleemiks, mille tulemusena lahkuvad paljud head emitendid kehvade tingimuste tõttu turult ning alles jäävad üksnes kehvad emitendid.<sup>190</sup> Edukad kapitaliturud on arendanud ebasoodsa valikuga seotud probleemide lahendamiseks välja palju erinevaid meetodeid, millest üks olulisemaid on avalikustamiskohustus. Kui kapitali kaasatakse esmakordselt ning tegemist ei ole seaduses ettenähtud välistustega, peavad äriühingud koostama reeglina standardiseeritud informatsiooniga prospekti, mille alusel oleks investoritel võimalik teha kaalutletud

---

<sup>188</sup> P.M. Healy, K. Palepu. Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. JAE Rochester Conference April 2000. Lk 4. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=258514> (30.04.2017).

<sup>189</sup> B.S. Black. Information Asymmetry, The Internet, And Securities Offerings. Journal of Small and Emerging Business Law, Vol. 2. 1998. Lk 92. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=84489> (30.04.2017).

<sup>190</sup> B.S. Black (viide 189), lk 92.

investeeringuotsus. Teisisõnu aitab õiguslik regulatsioon kaasa sellele, et pooled oleksid võrdselt informeeritud.

Nagu eelnevalt mainitud, kvalifitseeruvad mõned ühisrahastuse investeeringute väärtpaberitena VPTS tähenduses. Selliste investeeringute avaliku pakkumise korral, mille osas ei ole kohalduvad ka VPTS-is ettenähtud erandid, tuleb koostada prospekt, mis peab enne avalikustamist ja pakkumise väljakuulutamist olema registreeritud finantsinspeksioonis. Autorile teadaolevalt ei ole emitendid ühisrahastuses raha kaasamisel kunagi prospekti koostamiseni jõudnud. Seda eelkõige põhjusel, et pakkumised ei ületa 100 000<sup>191</sup> eurot ning ei kvalifitseeru seega avalikuks pakkumiseks (VPTS § 12 lg 2 p 5). Nimetatud piirsumma ületamisel oleks kuni 5 miljoni euro kaasamiseni kohaldatav rahandusministri määrus nõuded väärtpaberite avaliku pakkumise, kauplemis- ja noteerimisprospektile<sup>192</sup> (edaspidi Rahandusministri Määrus). Rahandusministri Määrus sätestab prospekti koostamise jaoks võrreldes Prospektidirektiiviga mõnevõrra leebemad nõuded, kuid ei ole populaarseks osutunud. Nii on Rahandusministri Määruse alusel koostatud viimase kümne aasta jooksul kokku viis prospekti.<sup>193</sup> Arvestades samuti prospekti koostamisega kaasnevat halduskoormust ning kulusid, võiks siinkohal küsida, kas Rahandusministri Määruse sätete kohaldamine ühisrahastuse osas võiks olla õigustatud või on tegemist põhjendamatult kapitali kaasamist takistava regulatsiooniga.

Õiguskirjanduses on toodud välja, et avalikustamiskohustuse kehtestamine sümpatiseerib seadusandjale eelkõige kolmel põhjusel. Esiteks on see odav ning ei nõua peaaegu mingisuguseid riiklikke kulusi. Teiseks näeb avalikustamiskohustus lihtne välja kuivõrd see nõuab üksnes rohkem suhtlemist poolte vahel, kes omavahel juba suhtlevad. Kolmandaks näeb avalikustamiskohustus efektiivne välja kuivõrd tarbijad ütlevad alati, et nad soovivad rohkem infot. Valdav enamus arvab seetõttu ka, et isegi kui avalikustamiskohustus ei aita, ei saa seega ka midagi halba teha. Kõigi selliste põhjuste tõttu süvenevad seadusandjad harva avalikustamiskohustuse efektiivsusesse või teabe avalikustamisega seotud halduskoormusesse.<sup>194</sup>

---

<sup>191</sup> Siinkohal on vajalik märkida, et isegi kui prospekti koostamise piirmäär tõstetakse vastavalt plaanitud ühe miljonini euroni, on autori hinnangul siiski vajalikud näiteks reegleid alla ühe miljoni euro suuruste pakkumiste kohta sarnaselt Ühendkuningriigile, kus piirmäär on viis miljonit.

<sup>192</sup> Rahandusministri 09.01.2006 määrus nõuded väärtpaberite avaliku pakkumise, kauplemis- ja noteerimisprospektile. - RT I, 18.07.2012, 4.

<sup>193</sup> Finantsinspeksioon. Registreeritud prospektid. Arvutivõrgus: <http://www.fi.ee/index.php?id=14926> (30.04.2017).

<sup>194</sup> O. Ben-shahar, C.E. Schneider. The failure of Mandated Disclosure. University of Pennsylvania Law Review. Vol. 159, No. 3. 2011. Lk 683. Arvutivõrgus: [www.jstor.org/stable/41149884](http://www.jstor.org/stable/41149884) (30.04.2017).

Ühest küljest on selge, et poolte võrdne informeeritus on eriti kapitaliturgudel äärmiselt oluline. Eestis on teabe avaldamise kohustus reguleeritud samas eraõiguslikes suhetes. VÕS § 14 lg 2 kohaselt tuleb investorit teavitada kõikidest asjaoludest, mille vastu investoril on lepingu eesmärki arvestades äratuntav oluline huvi ning mille teatamist saab mõistlikult oodata. Samuti tuleneb VÕS § 14 lg 1 teisest lausest tõekohustus esitada investorile üksnes tõeseid andmeid. Nagu eelnevalt mainitud, võib investori näol olla tegemist ka tarbijaga, mispuhul kohaldub VÕS §-is 14<sup>1</sup> eriregulatsioon. Kuigi VÕS § 14<sup>1</sup> lg-s 1 väljatoodud teave on abiks erinevate lepinguga seotud tingimuste osas nagu näiteks ettevõtja kontaktandmed, lepingu tähtaeg, kaebuste lahendamise kord, ei ole nimetatud nõuded käesoleva magistritöö autori hinnangul kohaldatavad ühisrahastuses pakutavate investeeringute puhul. Seega tuleb vastavalt VÕS § 14<sup>1</sup> lg-le 2 ühisrahastuse investeeringu kohta esitatud teabe puhul lähtuda VÕS § 14 lg-st 2.

Kapitaliturgude näitel on ilma spetsiifilise regulatsioonita avalikustamise (vabatahtliku avalikustamise teooria) pooldajad toonud välja, et keskmisest parematel emitentidel on motivatsioon avaldada investoritele infot, et eristuda keskpärastest emitentidest ning saada investeeringuid parematel tingimustel.<sup>195</sup> Keskpärastel emitentidel on omakorda motivatsioon avaldada informatsiooni, et eristuda kehvadest emitentidest ja nõnda edasi: kui turud eeldavad informatsiooni puudumisest või vaikusest kõige hullemat, siis peaks motivatsioon informatsiooni avaldada olema piisav.<sup>196</sup> Olgugi, et Eestis tuleneb VÕS § 14 lg-st 2 kohustus investorit teavitada, võiks sarnased järeldused olla põhimõtteliselt kohaldatavad ka ühisrahastuse osas. Nimelt võiks keskmisest parematel äriühingutel olla eelduslikult suurem motivatsioon tuua välja asjaolusid, mille tõttu nad paremad on. Nii võiks ka Eestis investorite jaoks olla näiteks suurem tahe investeerida äriühingusse, mis on näiteks võitnud mõnel *start-up* võistlusel auhindu, jõudnud kaugele äriideede konkursil Ajujaht või mis paistavad teiste äriühingute seast välja mingisugusel muul põhjusel.

Vabatahtliku avalikustamisega on siiski seotud ka erinevaid probleeme. Ühe probleemina on õiguskirjanduses väljatoodud näiteks informatsiooni kontrollitavus. Kui informatsiooni puudumisest või vaikusest võib eeldada kõige hullemat võivad kehvad äriühingud avalikustada kvaliteetsetele äriühingutele sarnast informatsiooni, mida investorid reeglina kontrollida ei saa.<sup>197</sup> Eestis võiks ühisrahastuse puhul põhimõtteliselt väita, et investoritel

---

<sup>195</sup> J. Armor jt (viide 18), lk 165.

<sup>196</sup> J. Armor jt (viide 18), lk 165.

<sup>197</sup> F.H. Easterbrook, D.R. Fischel. Mandatory Disclosure and the Protection of Investors. Virginia Law Review. Vol. 70, No. 4. 1984. Lk 674. Arvutivõrgus: [www.jstor.org/stable/1073082](http://www.jstor.org/stable/1073082) (30.04.2017).

oleks kollektiivselt tänu erinevatele avalikele registritele, tasulise majandusinfo pakkujatele, sotsiaalmeediale ja muudele sarnastele võimalustele võimalik kontrollida äriühingu esitatud infot. Samas tuleb silmas pidada, et hoolimata informatsiooni järjest suuremast levikust, ei ole investoritel võimalik kontrollida näiteks äriühingu ärisaladusega seotud küsimusi ja tihti soovivad investorid olla üksnes passiivse tulu saajad, mitte olla eradetektiivid.<sup>198</sup>

Kui informatsioon osutub valeks, on investoritel võimalik VÕS § 14 lg 1 teisest lausest tuleneva tõekohustuse rikkumisel äriühingu vastu esitada näiteks kahjuhüvitamise nõudeid. Praktiliselt võib selliste nõuete esitamine osutuda probleemiks kui ühisrahasutusprojekti investeerisid kokku näiteks 1300 investorit ning investeeringu suuruseks oli 100 eurot, siis on kaheldav, kui paljud investorid 100 eurose nõudega kohtusse läheksid. Kui investorid ühiselt kohtusse ka läheksid, suudaksid ära tõendada tõekohustuse rikkumise ning saaksid kohtust positiivse otsuse, võib tekkida probleem otsuse täitmisega. Seda eelkõige sellepärast, et ühisrahasutusprojektide ellu viimiseks asutatakse tihti eraldiseisev SPV, mille ainsaks ühisrahasutusprojektiga mitte seotud varaks võib olla nõue 2500 euro ulatuses SPV asutaja vastu.

Eeltoodu ei tähenda veel siiski, et ainsaks võimaluseks on avalik-õiguslik regulatsioon. Nii on informatsiooni kontrollitavuse küsimuse osas võimalik kasutada ka ennetavaid meetodeid. Näiteks on võimalik informatsiooni kontrollitavust parandada ka kolmandate osapoolte abil. Õiguskirjanduses on ühe sellise võimalusena välja toodud tuntud raamatupidamis- või audiitorfirma poolt läbiviidud kontrolli äriühingus, mis suurendab investorite usaldust.<sup>199</sup> Selle puudustena on toodud välja võimalikku huvide konflikti kuivõrd raamatupidajaid ja auditoreid ei tasusta investorid vaid emitent.<sup>200</sup> Samuti võib kindlates raamatupidamise või auditeerimise reeglites kokku leppimata saavutada erinevaid tulemusi. Näiteks on äriühingul finantsraamatupidamise puhul reeglina võimalus valida erinevate arvestuspõhimõtete vahel või otsustada näiteks äriühingu siseauditi puhul spetsiifilise standardi mitte kasutamist ning keskendudes teatud kindlale valdkonnale. Samuti on ka Riigikohus on lahendis 3-2-1-17-12 märkinud, et auditeeritud raamatupidamisdokumendid ei anna absoluutset kindlust, et need on õiged, olgu audiitor ka vähemalt eelduslikult sõltumatu ja pädev raamatupidamise asjatundja, kes tegutseb eriseaduses ettenähtud nõuete alusel.<sup>201</sup> Jättes siinkohal kõrvale audiitorkontrolli

<sup>198</sup> F.H. Easterbrook jt (viide 197), lk 674-675.

<sup>199</sup> F.H. Easterbrook, (viide 197), lk 674-675.

<sup>200</sup> J. A. Franco. Why Antifraud Prohibitions are not Enough: The Significance of Opportunism, Candor and Signaling in the Economic Case for Mandatory Securities Disclosure. Columbia Business Law Review. 2002. Llk 308. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=338560> (30.04.2017).

<sup>201</sup> RKTko 3-2-1-17-12, p 17.

või raamatupidamise kohati piiratud ulatuse ja usaldusväärsuse küsimused, ei pruugi selliseid meetmed ühisrahastuses raha kaasavate äriühingute puhul aidata. Seda sellepärast, et reeglina on tegemist *start-up*'ide või muidu algfaasis äriühingutega, mis ei ole võrreldavad börsiühingutega ning millel ei pruugi tihti olla isegi raamatupidamisprogrammi ja tehnilisi võimalusi näiteks auditi läbiviimiseks.

### **3.1.2. Teabe avalikustamise piirid ning selle ulatuse kindlaksmääramine**

Emitentide avalikustamiskohustuse vajaduse kindlaksmääramisel on kriitilise tähtsusega teavitamiskohustuse piiride ning mahu kindlaksmääramine. Nii võib eraõigusliku teavitamiskohustuse juures osutada praktiliseks probleemiks informatsiooni standardiseeritus. Investoritel vaja kindlat infot ning piisavas mahus. VÕS § 14 ei sätesta emitentide jaoks informatsiooni edastamiseks kindlat viisi. Seega võib öelda, et kui emitentidel võimalik valida oma informatsiooni esitamiseks erinevaid meetodeid, esitatakse informatsioon tõenäoliselt neile kõige kasulikumal viisil.<sup>202</sup> Kehtestatud avalikustamiskohustus seevastu kohustab emitente järgima teatud standardiseerituse taset, mis parandab informatsiooni mõistetavust ja võrreldavust ning muudab informatsiooni investorite jaoks seega väärtuslikumaks.<sup>203</sup>

Emitentide teavitamiskohustust on võimalik sisustada vastavalt VÕS § 14 lg 2 kriteeriumitele. Vastavalt nimetatud sätte sõnastusele on emitendi teavitamiskohustusel kolm kriteeriumit<sup>204</sup>:

- 1) investoril teatud teabe suhtes oluline huvi;
- 2) investori oluline huvi on emitendi jaoks äratuntav;
- 3) investor saab asjaolu teatamist emitendil mõistlikult oodata.

Lisaks nimetatud kriteeriumitele on kohtupraktikas teavitamiskohustuse sisustamisel peetud samuti oluliseks teavitatava osapoole rolli. Nimelt on Riigikohus lahendis 3-2-1-17-12 märkinud, et lisaks reguleerib lepingueelsetel läbirääkimistel tekkivat teavitamiskohustust tsiviilseadustiku üldosa seaduse (TsÜS)<sup>205</sup> § 95<sup>206</sup>, mida tuleb seega arvestada teavitamiskohustuse sisustamisel.

Vastavalt TsÜS § 95 võib teatamiskohustuse jagada neljaks:

---

<sup>202</sup> J. Armor jt (viide 18), lk 166.

<sup>203</sup> J. Armor jt (viide 18), lk 165.

<sup>204</sup> Õiguskirjanduses on eristatud ka teavitamiskohustuse piire ja teavitamiskohustuse mahu kindlaksmääramist. Nii on teavitamiskohustuse mahu kindlaksmääramisel toodud välja üksnes kahe kriteeriumina teise poole äratuntav huvi teabe vastu ning huvi olulisus. Autori käsitluses kolmas kriteerium on eraldiseisvalt toodud välja teavitamiskohustuse piiride kindlaksmääramisel. Vaata selles osas täpsemalt: P. Varul, I. Kull, V. Kõve, M. Käerdi, K. Sein. Võlaõigusseadus I. Kommenteeritud väljaanne. Juura. Tallinn. 2016. Lk 68.

<sup>205</sup> Tsiviilseadustiku üldosa seadus. - RT I, 12.03.2015, 106.

<sup>206</sup> RKTko 3-2-1-17-12, p 15.

- 1) kas asjaolu on teisele poolele ilmselt tähtis;
- 2) millised eriteadmised on pooltel;
- 3) millised on teise poole mõistlikud võimalused vajalike andmete saamiseks;
- 4) kui suured on teise poole jaoks andmete saamiseks tehtavad mõistlikud kulutused.

Täiendavalt on Riigikohus lahendis 3-2-1-17-12 märkinud, et hindamaks, milliste asjaolude teatamist võis oodata, tuleb tehingu eesmärgi kõrval arvestada ka hageja omaduste ja kogemustega.<sup>207</sup> Siinkohal on vajalik märkida, et kuigi teavitamiskohustuse ulatuse osas on olemas juba arvestatav hulk Riigikohtu praktikat ning ka õiguskirjandust, tuleb ühisrahastuse puhul silmas pidada, et tegemist on märkimisväärselt erineva õigusliku suhtega. Analoogia korras oleks vastavate sätete kohaldamine ning seisukohtade arvestamine põhimõtteliselt võimalik. Siiski on küsitav selle põhjendatus olukorras, kus kohtupraktika ning õiguskirjanduses väljendatud seisukohad põhinevad suures ulatuses näiteks kahe poole vahel sõlmitava müügilepingu alusel. Seda eelkõige sellepärast, et ühisrahastuse puhul võib samal ajal olla tegemist ühe laenusaaaja ning 1000 laenuandjaga, mistõttu on eeltoodud kriteeriumite sisustamine rohkem kui keeruline.

Põhimõtteliselt võiks siinkohal väita, et eelnevalt nimetatud Riigikohtu praktika ei ole ühisrahastuse suhtes kohaldatav kuivõrd tegemist on väga erineva õigussuhtega. Selline väide eeldaks samas minimaalselt ühisrahastuse kui mõiste piiritlemist kuna ühisrahastuse puhul võib tegemist väga erinevate õigussuhetega. Nii võib lihtsamal juhul olla tegemist aktsiate või osade müügilepinguga ning keerulisematel juhtudel on näiteks Crowdestate kasutanud viisi, kus SPV-sse antud laenude, laenatakse omakorda edasi järgmisesse SPV-sse, mis projekti teostab. Esimene SPV ostab samal ajal omakorda ka osaluse projekti teostavas, mille osas sõlmitakse osanike või aktsionäride leping. See tähendab eeltoodud näite põhjal VÕS üldosa lepingueelsete läbirääkimiste valikulist kohaldamist ainult teatud müügilepingute ja teatud laenulepingute osas.

Isegi juhul kui eelnevalt väljatoodud probleem oleks lahendatav, jääks endiselt alles küsimus teavitamiskohustuse sisustamisest. Nimetatud küsimust on viimastel aastatel analüüsitud äriühingute õigusauditi ning aktsiate müügi kontekstis ka erinevates magistritöödes.<sup>208</sup> Samas ei ole käesoleva töö autori hinnangul tegemist võrreldavate olukordadega. Seda sellepärast, et äriühingute osaluse võõrandamine on pikk protsess, kus ostja ja müüja on üldjuhul

---

<sup>207</sup> RKTko 3-2-1-171-14, p 14.

<sup>208</sup> Vaata näiteks: S. Böttcher. Võlaõigusseadusest tulenev müüja vastutus aktsiate müügilepingu puhul. Magistritöö. Tartu. 2015. T. Tiru. Õiguslik audit äriühingu osaluste võõrandamisele suunatud tehingutes. Magistritöö. Tallinn. 2016.

informeeritud ettevõtjad ning kuhu on reeglina kaasatud ka professionaalsed õigusnõustajad ja finantsnõustajad, kellele edastatakse sihtäriühingu raamatupidamisdokumendid, lepingud, load jms. Tegevuse tulemusena vormistatakse ülevaatlik raport äriühinguga seotud riskidest ja muudest asjakohastest leidudest. Ühisrahastuse puhul kapitali kaasamisel samasuguseid tegevusi läbi ei viida<sup>209</sup> ning investorite info äriühingusse investeerimisel on reeglina piiratud juba esitatud info ning täiendavate küsimuste küsimisega. Samuti tuleb arvesse võtta, et äriühingute müügi puhul on erinevalt ühisrahastusest reeglina tegemist äärmiselt konfidentsiaalsete tehingutega, kus soovitakse märkimisväärse detailsusastmega ülevaadet kogu äriühingu tegevusest. Seetõttu ei ole käesoleva töö autori hinnangul võimalik isegi osaluspõhise ühisrahastuse suhtes sisustada teavitamiskohustust sarnaste kriteeriumite alusel nagu äriühingute müügi puhul.

Lisaks osalusega seotud teavitamiskohustuste keerukusele, muudab ühisrahastuse puhul teavitamiskohustuse sisustamise veelgi problemaatilisemaks investeeringute keerukus. Eelnevalt toodud Crowstate'i näite puhul SPV-sse antud laenudega, mis laenatakse omakorda edasi järgmisesse SPV-sse, kus ostetakse ka omakorda teatud osalus, mille osas sõlmitakse osanike või aktsionäride leping, tekib esiteks küsimus mitme lepingu osas teavitamiskohustus tekib. Investorid on lepinguliseks pooleks vaid ühe laenulepingu suhtes. Käesoleva töö autori hinnangul tuleks siinkohal asuda seisukohale, et täiendavaid lepinguid tuleb vaadata ühtse õigusliku suhtena kuivõrd investeeringu lõppeesmärk on investeerida spetsiifilisse ühisrahastuse projekti, mitte anda laenu SPV-le vabaks kasutamiseks. Sellisel juhul muutuks teavitamiskohustuse määratlemine veelgi keerulisemaks ning põhimõtteliselt peaks investoreid seega rangelt võttes teavitama kõigist olulistest esimese laenulepingu, aktsionäride/osanike lepingu ning ka teise laenulepinguga seotud asjaoludest. Praktikas on selliste nõuete täitmine ja ka edastatava olulise teabe määratlemine äärmiselt keeruline.

Nõuete täitmise ning olulise teabe määratlemise probleem ei pruugi olla küll aktuaalne olukorras, kus teadaolevalt on kõik suuremad ühisrahastusprojektid olnud edukad ning on kaheldav kui paljud investorid ning millises ulatuses hetkel teavitatud informatsiooni üldse loevad. Probleem võib seevastu muutuda väga kiiresti aktuaalseks näiteks olukorras, kus 1000 investori säästudega rahastatud projektil tekivad näiteks majandusraskused ning teadlikumad ja suuremaid summasid panustanud investorid soovivad kellegi vastu nõudeid esitada hakata.

---

<sup>209</sup> Paljud ühisrahastusportaalid viivad läbi oma ka *due diligence* 'i. Mis on sisult märksa erinev ning mida autor käsitleb peatükis 3.2. Kuna *due diligence* termini kohta eesti keeles asjakohast vastet ei ole, käsitab autor seda magistritöös edaspidi ingliskeelse termini alusel ja peab selle all silmas laias tähenduses lepingueelseid tegevusi teise poole uurimisel või analüüsimisel.



Kuna teabe avalikustamise piirid ning selle ulatus ei ole piisavalt määratletavad, ei taga käesoleva töö autori hinnangul üksnes lepingueelsete võlasuhete regulatsioon ühisrahastuse investorite jaoks piisavat kaitset. Seetõttu on ühisrahastuse suhtes põhjendatud vähemalt mingisuguse eraldiseisva regulatsiooni kehtestamine. Eeltoodu ei tähenda, et seetõttu on põhjendatud tingimata Rahandusministri Määruse kohaldamine. Vastupidi, see tähendab seda, et ühisrahastuse puhul on vaja määratleda edastatava teabe miinimumstandard, mis tagab ühelt poolt investoritele piisava informatsiooni ja teiselt poolt emitentidele piisava paindlikkuse kapitali kaasamisel.

### **3.1.3. Edastatava teabe miinimumstandardi kehtestamine**

Investoritele edastatava teabe määratlemise osas riikidel ühest praktikat välja kujunenud ei ole, mistõttu on lähenemised üsna erinevad. Üldistatult on käesoleva töö autori hinnangul lähenemised võimalik jaotada kaheks: riigid, kes on miinimumstandardi kehtestanud ning riigid, kes seda teinud ei ole. Miinimumstandardi kehtestamise tuntumateks näideteks on Ameerika Ühendriigid ja Saksamaa, kus on kehtestatud eraldiseisvad nõuded, missugust teavet tuleb esitada ühisrahastuses raha kaasamisel. Ühendkuningriik seevastu miinimumstandardit kehtestanud ei ole.

Ameerika Ühendriikide miinimumstandardi kehtestamise vajadus tulenes suuresti asjaolust, et Howey ja Reves testi tulemustena olid ühisrahastuse investeeringud võimalik võrdlemisi kergesti kvalifitseerida väärtpaperiks, millele kohaldus tervikuna ka 1933. aasta *Securities Act*. See tähendab, et ühisrahastuse osas olid kohalduvad ka tavapärastele avalikele pakkumistele kohalduvad ranged avalikustamismõisted. Õiguskirjanduses on põhjendatult leitud, et tegemist oli probleemiga, kuivõrd sellist tüüpi avalikustamiskohustuse peamised puudused on selle kulud ning potentsiaal lämmatada efektiivne ning soovitatav innovatsioon.<sup>210</sup>

Pärast *Securities Act*'i sisse viidud muudatusi peavad ühisrahastuse emitendid avalikustama investoritele hetkel peamiselt järgnevat teavet<sup>211</sup>:

- 1) emitendi nimi, õiguslik staatus, aadress ja veebiaadress;<sup>212</sup>

<sup>210</sup> J.M. Heminway jt. *Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933* (viide 75), lk 959.

<sup>211</sup> Alltoodu on lihtsustatud peamistest avalikustamisele kuuluvatest teemadest muidu märksa detailsemast regulatsioonist. Detailse edastatava teabe osas vaata Regulation Crowdfunding, General Rules and Regulations, Rule 201(a) kuni Rule 201(y). Arvutivõrgus: <https://www.ecfr.gov/cgi-bin/retrieveECFR?gp=&SID=7f0011da1b61cc93f357e5451165f049&mc=true&n=pt17.3.227&r=PART&ty=HTML> (30.04.2017).

<sup>212</sup> Securities Act of 1933 (viide 77). Section 4A(b)(1)(A).

- 2) informatsioon juhtivtöötajate (ja isikute kohta, kellel on sarnane staatus või kes täidavad sarnast funktsiooni) ning isikute kohta, kellele kuulub rohkem kui 20% suurune osalus emitendis;<sup>213</sup>
- 3) emitendi äritegevuse kirjeldus ning eeldatav äriplaan;<sup>214</sup>
- 4) emitendi finantsseisundi kirjeldus;<sup>215</sup>
- 5) kaasatava kapitali kasutamise kirjeldus ning plaanitav eesmärk;<sup>216</sup>
- 6) kaasatava kapitali summa, tähtaeg sellise summa saavutamiseks ning regulaarsed teavitused summa saavutamise seotud edusammudest;<sup>217</sup>
- 7) väärtpaberite avalik hind või meetod hinna arvutamiseks;<sup>218</sup>
- 8) omandistruktuuri kirjeldus ning emitendi kapitali struktuur.<sup>219</sup>

Avalikustatavat infot on tegelikult märksa rohkem ning ka SEC on jätnud endale täiendavalt võimalused erineva info kogumiseks.<sup>220</sup> Samuti tehakse info osas omakorda eristusi vastavalt ühisrahaastuse pakkumise suurustele. Emitendi finantsseisundi kirjelduse osas eristatakse vastavalt pakkumiste väärtusele kolme kategooriat: 1) 100 000 dollarit või vähem; 2) üle 100 000 dollari, kuid alla 500 000 dollari; 3) üle 500 000 dollari (või muu summa, mille SEC vastava sättega määrab). Esimesel juhul peab emitent avalikustama viimase aasta (kui on olemas) tuludeklaratsiooni ja emitendi aastaaruande, mille kinnitab emitendi tegevjuht kui tõese ja täieliku kõikide oluliste asjaolude suhtes. Teisel juhul vaatab aastaaruanded läbi vannutatud raamatupidaja (*public accountant*), kes on emitendist sõltumatu ning kes lähtub professionaalsetest standarditest ja protseduuridest, mille sätestab SEC. Kolmandal juhul peavad aastaaruanded olema auditeeritud.<sup>221</sup>

Nimetatud sätete praktilise väljundina on avalikustamiskohustuse täitmise jaoks loodud *Securities Act*'is eraldi vorm C (*Form C*).<sup>222</sup> Tegemist on suhteliselt kompaktsel ja standardiseeritud dokumendiga, mis sisaldab erinevate küsimuste osas ka spetsiifilisi

<sup>213</sup> Securities Act of 1933 (viide 77). Section 4A(b)(1)(B).

<sup>214</sup> Securities Act of 1933 (viide 77). Section 4A(b)(1)(C).

<sup>215</sup> Securities Act of 1933 (viide 77). Section 4A(b)(1)(D).

<sup>216</sup> Securities Act of 1933 (viide 77). Section 4A(b)(1)(E).

<sup>217</sup> Securities Act of 1933 (viide 77). Section 4A(b)(1)(F).

<sup>218</sup> Securities Act of 1933 (viide 77). Section 4A(b)(1)(G).

<sup>219</sup> Securities Act of 1933 (viide 77). Section 4A(b)(1)(H).

<sup>220</sup> SEC on näiteks juba välja öelnud, et soovib vastavalt seaduses sätestatud õigusele täiendavat infot näiteks ühisrahaastusportaali kohta, seotud osapooltega tehingute kohta, riskide kohta jne. Vaata selles osas täpsemalt: Securities and Exchange Commission. Final rules. Adopting new Regulation Crowdfunding under the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934 to implement the requirements of Title III of the Jumpstart Our Business Startups Act Lk 65 jj. Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf> (30.04.2017).

<sup>221</sup> Ülaltoodu on kokkuvõtte järgnevast sättest: Securities Act of 1933 (viide 77). Section 4A(b)(1)(D).

<sup>222</sup> U.S. Securities and Exchange Commission. Form C under the Securities Act of 1933. Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/files/formc.pdf> (30.04.2017).

instruktsioone. Vormi sisust võib järeldada, et tegemist on universaalse dokumendiga, mis peaks olema kohaldatav erinevate instrumentide suhtes. Näiteks on väärtpaberi liikidena toodud välja eelisaktsiaid, lihtaktsiad, laenupõhised väärtpaberid ning on jäetud lahtiseks emitentidele ka instrumendi täpsustamise võimalus.

Õiguskirjanduses on nimetatud regulatsiooni ning avalikustamiskohustuse osas<sup>223</sup> oldud erinevatel arvamustel. Professor T. L. Hazen on märkinud, et riskantsete investeeringute tavainvestoritele kättesaadavaks muutmine ilma adekvaatsete avalikustamiskohustusteta ohverdab liialt investorkaitse eesmärke vajadusele langetada väikeettevõtete avalikustamiskünnist ja ühisrahastuse meetodite jaoks.<sup>224</sup> Nimetatud autori seisukohad lähtuvad suuresti ühisrahastuse pettuse riskidest sarnaselt väärtpaberitega seotud kuritegudega, mistõttu jõudis Hazen tervikuna järeldusele, et üksnes internet kui ühisrahastuse foorum ei tähenda iseenesest spetsiaalse erandi kohaldamist.<sup>225</sup> Professor C. S. Bradford rõhutab seevastu, et pakkumiste jaoks mis on alla teatud rahalise väärtuse, ületavad mistahes regulatiivsed kulutused (isegi minimaalsed avalikustamiskohustused) saadavat kasu.<sup>226</sup> Bradford lisab, et ükskõik kui atraktiivne registreeritud ning standardiseeritud võib abstraktselt tunduda, puudub ühisrahastuse sellel majanduslik mõttekus väikeste ühisrahastuse pakkumiste puhul.<sup>227</sup> Samuti on olemas vahepealseid seisukohti, kus leitakse, et avalikustamiskohustus võib ühisrahastuse puhul olla küll ebasobiv ning investorid ei saa tingimata edastatud infost aru, kuid see on siiski vajalik ning seda tuleks kasutada koos teiste investorkaitse vahenditega.<sup>228</sup>

Põhimõtteliselt võib väita, et kõik eeltoodud seisukohtad on põhimõtteliselt õiged, kuid lähenevad küsimusele erinevalt. Ühest küljest on eriti finantssektorit puudutavates küsimustes igati arusaadav võitlus kurjategijate ja pettustega, kuivõrd finantssektori toimimiseks on vaja usaldust süsteemi vastu. Samal ajal on põhjendatud ka seisukoht, et liiga kõrged nõudmised ei ole majanduslikult mõttekad, mis võivad kehvemal juhul peletada eemale emitente ja seega ka investorid, keda kaitsta. Arvestades samas, et Ameerika Ühendriikides on eraldiseisev

---

<sup>223</sup> Siinkohal on vajalik märkida, et akadeemilisi diskussioone peeti suuresti enne lõpliku regulatsiooni jõustumist 16. mail 2016. aastal. Käesoleva magistr töö autori hinnangul on diskussioonid siiski asjakohased kuna regulatsiooni põhimõtetelised lähtekohad olid teada juba märksa varem, mis oli tõenäoliselt ajendiks ka akadeemilisele diskussioonile.

<sup>224</sup> T.L. Hazen. Crowdfunding or Fraudfunding – Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must be Conditioned on Meaningful Disclosure. North Carolina Law Review. Vol 90. Iss. 5, 2012. Lk 1767.

<sup>225</sup> T.L. Hazen (viide 224), lk 1767-1768.

<sup>226</sup> C. S. Bradford. Crowdfunding and the Federal Securities Laws (viide 5), lk 143.

<sup>227</sup> C. S. Bradford. Crowdfunding and the Federal Securities Laws (viide 5), lk 143.

<sup>228</sup> Vaata selles osas täpsemalt: D.M. Ibrahim. Equity Crowdfunding: A Market for Lemons. Minnesota Law Review. Vol 100. Iss. 2. 2015. Lk 594-596.

regulatsioon ja avalikustamiskohustus ka ühisrahastusportaalidega jaoks, on käesoleva magistritöö autor nõus pigem teise ja kolmanda seisukoha esindajatega. Nimetatud lahendus äärmiselt detailne ning on regulatsioonist ühetaoline arusaamine küsitav. Nii ei pruugi teoorias hea regulatsioon saavutada oma eesmärgi, kui informatsiooni avalikustamise sätted on liiga keerulised ning emitent ostma sellest arusaamiseks ostma valdkonnaspetsiifiliste teadmistega spetsialisti teenust. Võrreldes tavapärastele avalikele pakkumistele kohalduva regulatsiooniga on tegemist küll edasminekuga, kuid tegelikud kulud ning infovajadus selguvad ilmselt lähemate aastate jooksul praktikas.

Sarnased probleemid on käesoleva magistritöö autori hinnangul ka Eestis seoses Rahandusministri Määrusega. Rahandusministri Määrus ei ole kuigi paindlik ning ei erista emitentide pakkumisi vastavalt pakkumisi väärtusele, mis on vähemalt teoreetilise riskipõhise lähenemisena loogiline ja põhjendatud. Võttes samuti arvesse, et Rahandusministri Määruse alusel koostatud pakkumised on võimalik üles lugeda ühe käe sõrmedel, võib selle ühisrahastuse suhtes kohaldatavuse asuda pigem seisukohale, et seal sätestatud kohustused on liialt ranged. Suurem avalikustamiskohustus võib aidata küll sarnaselt Ameerika Ühendriikidele teoreetiliselt pettustega paremini võidelda, kuid teeb seda tõenäoliselt ebaproportsionaalselt emitentide arvelt.

Erinevalt Ameerika Ühendriikide detailsest ja erinevaid nõudeid sisaldavad regulatsioonist, on avalikustatava teabe määratlemisel märksa konservatiivsema lähenemisega Saksamaa. Nimelt peavad Saksamaal avalikult investeringuid pakkuvad emitendid valmistama ette lihtsas ja arusaadavas teabelehe (*Vermögensanlagen-Informationenblatt*) emitendiga seotud peamisest informatsioonist. Teabeleht ei tohi olla pikem kui kolm A4 lehekülge ning peab sisaldama teavet järgnevate asjaolude kohta:<sup>229</sup>

- 1) investeringu liik;
- 2) investeerimisstrateegia, investeerimispoliitika, investeerimisobjektid;
- 3) investori kategooria;
- 4) emitendi viimase majandusaasta võlgnevus;
- 5) investeringute tähtaeg ja etteteatamistähtaeg
- 6) investeringuga seotud riskid;
- 7) kapitali tagasimaksmise tõenäosused ja sissetulek erinevate turutingimuste ajal;
- 8) investeringuga seotud kulud ja tasud.

---

<sup>229</sup> VermAnlG § 13(2)

Samuti peab teabeleht sisaldama näiteks informatsiooni emitendi kohta; viidet, kus on võimalik pääseda ligi emitendi majandusaasta aruandele; etteantud sõnastusega hoiatust riskide ning kapitali kaotamise kohta; viidet prospekti puudumise kohta ning edasise info pärimise kohta.<sup>230</sup>

Nimetatud lähenemise juures võib pidada tervitatavaks uuenduseks leheküljelist piirangut, mis võimaldab tavainvestoril saada kogu informatsiooni kontsentreeritult ning suurendab seega võimalust, et investor sellega ka reaalselt läbi loeb. Samuti on nimetatud regulatsioon väga range selles osas, et iga pakkumise, instrumendi ja väiksema muudatuse. Selles osas on lähenemine erinev näiteks prospektist, kus erinevad kapitaliinvesteeringud on koondatud ühte dokumenti. Näiteks on BaFin välja toonud, et uus teabeleht tuleb koostada näiteks erinevate instrumentide, intressimäära, lunastamistähtaja ja muude õiguste osas.<sup>231</sup> Praktikas on teabelehe näol tegemist väga kontsentreeritud ning veidi raskepärase, kuid siiski arusaadava informatsiooni allikaga.<sup>232</sup>

Arvestades, et Saksamaa Väikeinvestorite Kaitse seaduses ühisrahastusportaali regulatsioon põhimõtteliselt puudub, tekitab küsimusi teabelehes osutatud info piisavus. Iseenesest on väärtpaberituru õiguses juba traditsiooniliseks kujunud pika avalikustamisnimekirja vältimine ja uute lahenduste kasutamine igati kiiduväärt samm. Seega ei ole probleemiks niivõrd kolme A4 lehekülje ulatuses esitatud informatsioon, vaid asjaolu, et sisuliselt on see ka ainus ja peamine investorkaitse tagamise viis kuni 2,5 miljoni euro suuruse avaliku pakkumise juures. Põhimõtteliselt võiks küll väita, et BaFin jälgib kuidas teabelehti koostatakse ning saab vajadusel sekkuda. Samas on BaFin'i rolli ületähtsustamine selliste avalike pakkumiste juures küsitav ning käesoleva magistritöö autori hinnangul võiks lisaks BaFin'i rollile täiendavaks investorkaitse elemendiks olla ühisrahastusportaal. Seda eelkõige sellepärast, et ühisrahastusportaali huvides peaks olema kindlasti pettuste vältimine ja samal ajal ka edukate emitentide välja selgitamine, mis võimaldab neil ka tuua enda portaali investeerima ka rohkem investoreid.

---

<sup>230</sup> Kogu vajaliku info osas vaata VermAnlG § 13 tervikuna ning vastavate BaFin selgituste osas: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Capital investments information sheet. Arvutivõrgus: [https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/FinTech/VIB/vib\\_node\\_en.html](https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/FinTech/VIB/vib_node_en.html) (30.04.2017).

<sup>231</sup> Vaata selles osas lähemalt: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Capital investments information sheet (viide 230).

<sup>232</sup> Vaata selles osas lähemalt näiteks: Companisto. Investment Information Sheet in Accordance with § 13 German Capital Investment Act (Vermögensanlagegesetz). English Version. 25.01.2016. Arvutivõrgus: [https://www.companisto.com/assets/1455287018\\_Investment%20Information%20Sheet\\_MorninGlory.pdf](https://www.companisto.com/assets/1455287018_Investment%20Information%20Sheet_MorninGlory.pdf) (30.04.2017).

Avalikustatava teabe teise suuna esindajaks on Ühendkuningriik, kus edastatava teabe osas miinimumstandardit kehtestatud ei ole. Ühendkuningriigis on siiski üldistatud reeglid Äritegevuse Kogumikus (Conduct of Business Sourcebook – COBS)<sup>233</sup>, kus sätestakse, et kogu kommunikatsioon peab aus, selge ja mitte eksitav.<sup>234</sup> Informatsioon olema täpne ning ei tohi rõhutada äriühingu või investeeringuga seotud hüvesid, ilma õiglaselt ning nähtavalt vastavaid riske kajastamata.<sup>235</sup> Informatsioon peab samuti olema piisav ning esitatud viisil, et see oleks tõenäoliselt arusaadav keskmisele inimgrupi liikmele, kellele see suunatud on või kelleni see informatsioon tõenäoliselt jõuab.<sup>236</sup> Samuti ei tohi informatsioonis sisalduvad olulised märkused, kinnitused ja hoiatused olla varjatud, vähendatud või segaselt esitatud.<sup>237</sup>

Ühest küljest loob selline lahendus äriühingute jaoks paindliku võimaluse anda investoritele teavet lähtuvalt konkreetse ühisrahastusprojekti eripäradest. Teisest küljest jätab see äriühingutele suure vabaduse otsustamaks, mis on oluline teave ning millisel viisil seda esitada. Nii on ka õiguskirjanduses märgitud, et laiad ning ebaselged avalikustamiskohustused võivad olla samuti ohtlikud.<sup>238</sup> Kuigi kõrvalt vaadates võib tunduda loogiline nõue kajastada õiglaselt kõiki vastavaid riske, võib emitentide jaoks selle väljatoomine olla oluliselt keerulisem. Teisisõnu on väga üldiste reeglitega märksa suurem võimalus ka teabe edastamise kuritarvitamiseks (nii tahtlikuks kui ka tahtmatuks).

Nimelt tuvastas FCA 2015. aastal oma järelevalvetegevuse käigus probleeme enamike valimisse sattunud ühisrahastusportaalide juures.<sup>239</sup> Tüüpilisemate probleemidena tõi FCA välja<sup>240</sup>:

- 1) tasakaalu puudumise – paljud hüved toodi välja ilma silmatorkavalt riske kajastamata;
- 2) ebapiisava, väljajäetud või valikuliselt (*cherry picking*) informatsiooni esitamine, mis võib potentsiaalselt viia eksitava või ebarealistlikult optimistliku muljeni investeeringust;

---

<sup>233</sup> United Kingdom. Conduct of Business Sourcebook. P 4.5.2-4.5.5. Arvutivõrgus: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS.pdf> (30.04.2017).

<sup>234</sup> United Kingdom. Conduct of Business Sourcebook (viide 233), p 4.5.5.

<sup>235</sup> United Kingdom. Conduct of Business Sourcebook (viide 233), p 4.5.2(2).

<sup>236</sup> United United Kingdom. Conduct of Business Sourcebook (viide 233), p 4.5.2(3).

<sup>237</sup> United Kingdom. Conduct of Business Sourcebook (viide 233), p 4.5.2(3).

<sup>238</sup> C. S. Bradford. Crowdfunding and the Federal Securities Laws (viide 5), lk 142.

<sup>239</sup> Financial Conduct Authority. A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media. 2015. Lk 8, p 54. Arvutivõrgus: <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf> (30.04.2017).

<sup>240</sup> Financial Conduct Authority. A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media (viide 239), lk 8, p 54.

- 3) olulisest informatsioonist vähemtähtsa mulje jätmine. Näiteks riskihoiatustest on jäetud vähemtähtis mulje väidetega, et kapitali ei ole kaotatud või on vastavad riskihoiatused olnud vähem silmatarkavad kui tootluse informatsioon.

Kuigi põhimõtte tasandil teabe esitamise kehtestamine võib kapitali kaasamise edendamise seisukohalt olla odav ja kaalumist väärt lahendus, ei ole see käesoleva magistritöö autori hinnangul Eesti näitel samamoodi kohaldatav. Esiteks tuleb arvestada, et Ühendkuningriigis on ühisrahastus olnud üldise investeerimisega seotud seadusandluse osa, mis tähendab ka seda, et ühisrahastusportaalid on juba väga varakult kuulunud FCA järelevalve alla. Teiseks on oluline märkida, et teabe avalikustamise juures on Ühendkuningriigis lisaks emitentidele väga oluline roll ka ühisrahastusportaalidel, kes viivad läbi vastava *due diligence*’i, mille käigus kogutakse erinevat teavet ning otsustatakse millised emitendid raha kaasamiseks vastu võetakse.<sup>241</sup> Seega on vaatamata emitentide üldisele avalikustamiskohustusele investorkaitse tagamisel ka teisi komponente, mis võivad võimalikke puudujääke täiendada.

### **3.2. Ühisrahastusportaalide kõrgendatud hoolsuskohustus teabe kontrollimisel ja välja selgitamisel**

Suurema osa Eesti ühisrahastusportaalide kasutustingimustest jääb mulje, et portaalide puhul on tegemist justkui teadete tahvliga ja vahendajana, kes midagi ei tee ja millegi eest ei vastuta. Näiteks Estateguru on oma kasutajatingimustes märkinud, et portaali eesmärgiks on võimaldada kasutajatel kasutada tehnilisi lahendusi, mille abil saavad nad üksteiselt ühisrahastuse põhimõttel ettevõtluse rahastamiseks tasu ees laenu võtta.<sup>242</sup> Fundwise on märkinud, et portaali eesmärgiks üksnes aidata ettevõtjatel leida sobivaid investoreid ja investoritel leida sobivaid kapitaliinvesteeringuid. Õiguslikud kokkulepped rahastamisvoorude kohta sõlmitakse otse ettevõtjate ja investorite vahel, ilma Fundwise’i osaluseta.<sup>243</sup> Crowstate on märkinud, et avaldatud teave on ainult informatiivse iseloomuga ning seegi ei tarvitse olla täielik, mistõttu ei peaks investorid investeerimisotsuse tegemisel piirduma ainult portaalis esitatud informatsiooniga ning lisaks oleks soovitatav konsulteerida ka oma maksu-, õigus- ja finantsnõustajatega.<sup>244</sup>

<sup>241</sup> R.H. Steinhoff. The Next British Invasion Is Securities Crowdfunding: How Issuing Non-Registered Securities through the Crowd Can Succeed in the United States. University of Colorado Law Review. Vol. 86, Iss. 2. 2015. Lk 698.

<sup>242</sup> Estateguru. Estateguru kasutajatingimused. Arvutivõrgus: <https://estateguru.co/home/terms?lang=ee> (30.04.2017).

<sup>243</sup> Fundwise. Kasutustingimused. Arvutivõrgus: <https://fundwise.me/et/tos> (29.04.2017).

<sup>244</sup> Crowdestate. Vastutamatusesätted. Arvutivõrgus: <https://crowdestate.eu/home> (30.04.2017).

Ameerika Ühendriikides on seevastu asunud seisukohale, et ühisrahastusportaali roll on väga oluline, mistõttu on loodud ka detailne regulatsioon ka ühisrahastusportaalide jaoks. Ameerika Ühendriikides peab isik, kes tegutseb ühisrahastustehingu vahendajana olema registreeritud SEC juures maakleri (*broker*) või rahastamisportaalina (*funding portal*). Nimetatud erisus on väga oluline kuivõrd rahastamisportaaali ülesanded ja kohustused on võrreldes maakleriga märkimisväärselt erinevad. Üldistatult võib öelda, et rahastamisportaal tähendab iga isikut, kes tegutseb vahendajana tehingus, mis hõlmab väärtpaberite pakkumist või müüki teiste jaoks. Maakleri ülesanded on seevastu märksa laiemad ning võivad hõlmata endas ka erinevad investeerimisteenuseid.<sup>245</sup> Käesolev peatükk keskendub Ameerika Ühendriikide puhul üksnes rahastamisportaaali tegevustele, kuivõrd tegemist on spetsiifiliselt ühisrahastuse eesmärkidega loodud vahendajaga.

Kuivõrd ühisrahastusportaalide vahendavad emitentidele sisuliselt lepingu sõlmimist investoritega, vastab ühisrahastusportaalide tegevus Eestis eelkõige maaklerilepingu tunnustele.<sup>246</sup> Sarnaselt on õiguskirjanduses maaklerilepingu tähenduses vahendamist kirjeldatud kui lepingu sõlmimiseks käsundiandja ja kolmanda isiku kokku viimist, lepingu sõlmimiseks vajalike ettevalmistuste tegemist, nagu näiteks lepingu projekti ettevalmistamist, eelläbirääkimiste pidamise korraldamist, vajaliku dokumentide ja informatsiooni hankimist jms.<sup>247</sup> Märksa keerulisem on hinnata ühisrahastusportaalile maaklerilepingu alusel kohalduvat hoolsuskohustus teabe kontrollimisel ja välja selgitamisel.<sup>248</sup>

Näiteks Estateguru ja Crowdestate teostavad mõlemad potentsiaalsete emitentide suhtes *due diligence*’i, kontrollivad erinevaid andmeid ning hindavad potentsiaalse emitendi sobivust. Estateguru puhul tuuakse välja, et portaalipidaja võib teha päringuid kolmandatele isikutele, asjakohastesse registritesse ja kasutada muid allikaid.<sup>249</sup> Samuti on portaalipidajal õigus tellida potentsiaalse emitendi kulul näiteks uus hindamisakt.<sup>250</sup> Crowdestate täpset protsessi ei

---

<sup>245</sup> Vaata maakleriga seotud erinevuste osas: Securities Exchange Act of 1934. As amended through P.L. 112-158, approved 10.08.2012. Artikkel 3(a)(80). Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> (30.04.2017).

<sup>246</sup> Tulenevalt ühisrahastusportaalide kahepoolsest rollist, võib Eestis tegemist olla ka kahepoolse maaklerilepinguga vastavalt VÕS §-le 668, mis võib tekitada probleeme lojaalsuskohustuse täitmise osas. Kuna käesoleva peatüki eesmärgiks on üksnes avalikustatava teabe ning sellega seonduva ühisrahastusportaaali rolli määratlemine, ei käsitle autor eraldi lojaalsuskohustusega seotud küsimusi.

<sup>247</sup> P. Varul, I. Kull, V. Kõve, M. Käerdi. Võlaõigusseadus. Kommenteeritud väljaanne III. Juura. Tallinn. 2009. Lk 102. § 658 lg 1, p 3.1.

<sup>248</sup> Tulenevalt magistritöö eesmärgist käsitleb autor käesolevaga üksnes informatsiooni avalikustamisega seotud teavet. Sõltuvalt ühisrahastusportaaali ärimudelist, võib tegevusi olla märksa rohkem. Vaata ühisrahastusportaalide võimalike tegevuste osas peatükki 1.1.2 ja 1.1.3.

<sup>249</sup> Estateguru (viide 242), p 5.6-5.8.

<sup>250</sup> Estateguru (viide 242), p 5.6-5.8.



kirjeldadada, kuid tuuakse välja, et kõik investeerimisvõimalused on läbinud põhjaliku taustakontrolli ning kvaliteedikontrollist pääseb läbi umbes 5% läbi analüüsitavatest investeerimisvõimalustest.<sup>251</sup> Samuti tuuakse näiteks Crowdestate ühisrahastusprojektide puhul reeglina välja eraldi SWOT analüüs<sup>252</sup> ning projekti perspektiivikut ja riske hinnatakse Crowstate'i reitingu alusel, mille käigus analüüsitakse kapitali järjekohta, eespool olevat kapitali, arendusfaasi järku, asukohta, äriühingu meeskonna kogemust ja projekti rahavoogusid.

Finantsinspektsiooni seaduseelnõu vormis esitatud ettepanekus ühisrahastuse reguleerimiseks oli investorkaitse tagamisel kriitiline roll ühisrahastusportaalidel. Näiteks ettepaneku § 6 lg 1 kohaselt ühisrahastusettevõtja peab põhimõtteliselt hindama, kas tema poolt vahendatud projekti võiks kvalifitseeruda väärtpaberita avalikuks pakkumiseks. Sama paragrahvi lõige 2 sätestab ühisrahastusettevõtja kohustuse kontrollida rahastuse taotleja krediitdivõimekust ning sobivust. Ettepaneku kõige ulatuslikumaks nõudeks oli autori hinnangul § 8 lõigetes 1 ja 5 sätestatud ühisrahastusettevõtja kohustus jagada veebilehel avaldatud projektide, rahastuse taotlejate ja rahastamise aluste kohta asjakohast, selget, tõest, täpset ja täielikku teavet; ning esitada investorile ülevaade emitendi põhilistest tunnusjoontest ja seotud riskidest, samuti sellest, kas emitendi pakkumine on väärtpaberite avalik pakkumine või mitte.

FinanceEstonia pöördumises nimetatud eelnõu muutmiseks ja täiendamiseks kritiseeriti mainitud kohustusi üsna ulatuslikult. FinanceEstonia märkis, et ühisrahastusettevõtjale asetatakse põhjendamatult suur hoolsuskohustus ning sisuliselt püütakse ühisrahastusettevõtja õlgadele asetada vastutus projektiomaniku ja temalt laekunud andmete eest.<sup>253</sup> Käesoleva magistritöö autori hinnangul on kriitika põhjendatud selles osas, et peamiseks ühisrahastusportaaali investorkaitse peamise komponendina käsitlemine ei ole põhjendatud.

Samas ei ole põhjendatud FinanceEstonia seisukoht, mille kohaselt oleks äärmisel juhul olla põhjendatud ühisrahastusportaaali kasutajatingimustes emitendile vastavasisulise informatsiooni edastamise kohustuse panemine (kuid mitte kontrollimine) ning ühisrahastusportaalil oleks kohustus ainult emitendilt saadut infot mitte moonutada. Arusaadavalt on esmajoones tõese ja täieliku informatsiooni avaldamise kohustus emitendil.

---

<sup>251</sup> Crowdestate. Arvutivõrgus: <https://crowdestate.eu/home> (30.04.2017).

<sup>252</sup> SWOT analüüsi puhul on tegemist väga tuntud, laialt levinud ja lihtsa ärianalüüsi mudeliga. Kajastab vastavalt ühisrahastuse tähenduses vastavalt äriühingu või projekti tugevaid külgi, nõrku külgi, võimalusi ja ohtusid. Vaata selles osas täpsemalt näiteks arvutivõrgus: Investopedia. SWOT Analysis. Arvutivõrgus: <http://www.investopedia.com/terms/s/swot.asp> (30.04.2017).

<sup>253</sup> FinanceEstonia. Ettepanekud (viide 35), p 15.

Kuigi ühisrahastusportaalidele seatavate kohustuste vähendamist võib mingi piirini põhjendatult õigustada kulude tekkimisega, ei ole põhjendatud ühisrahastusportaaali kohustuste sisuline välistamine. Seega on vajalik leida tasakaal kohustuste ulatuse ning sellega tekkinud kulude vahel.

Näiteks Ameerika Ühendriikides on rahastamisportaaali peamiseks eesmärgiks on pettuseriski vähendamine. Rahastamisportaalide osas arutati ka seaduse tasandil *due diligence* kohustuse kehtestamist ning argumenteeriti kõrgema hoolsustandardi poolt, kuid SEC leidis, et hetkel on piisav üldine standard muuhulgas kõrgete kulude tekkimise vältimiseks.<sup>254</sup> Rahastamisportaal peab vastavalt *Securities Act*'ile võtma käsile meetmeid, et vähendada pettuseriski ühisrahastuse tehingutes, mis hõlmab endas tausta- ning väärtpaberitega seotud regulatiivse ajaloo kontrolli.<sup>255</sup> Nimetatud kontrollid tuleb läbi viia iga juhtkonna liikme (*officer and director*) ning isiku kohta, kellele kuulub rohkem kui 20% emitendi osalusest, mille väärtpabereid pakutakse.<sup>256</sup>

Eelnevalt mainitud *due diligence*'i kohustuse kehtestamise asemel leidis SEC, et piisab sellest, kui rahastamisportaalil peab olema mõistlik veendumus, et 1) emitent on vastab talle kohalduvatele nõuetele ja regulatsioonile; 2) emitent on loonud meetodid, et pidada täpset arvestust väärtpaberiomaniike üle.<sup>257</sup> Rahastamisportaalid võivad tugineda emitendi info välja arvatud juhul kui rahastamisportaalil on põhjus kahelda nimetatud info usaldusväärsuses.<sup>258</sup> Kui rahastamisportaalil on mõistlik põhjus eeldada, et emitent või pakkumine võib olla potentsiaalselt pettus või tekitab küsimusi seoses investorite kaitsega, peavad rahastamisportaalid emitendile ligipääsu portaalile keelama.<sup>259</sup> Samuti, kui rahastamisportaalil on mõistlik põhjus eeldada, et emitent või emitendi juhtkond tuleks vastavalt seadusele diskvalifitseerida, peab rahastamisportaal keelama ligipääsu ka neile.<sup>260</sup>

Küllaltki sarnane arutelu oli ka Ühendkuningriigis, kus toodi samuti välja, et FCA peaks tooma välja *due diligence* reeglid, mida järgida. Näiteks toodi välja, et paljud avalikustatud äriplaanid olid tehniliselt ebakorrektsed ning osa infot ühisrahastusportaalides võib olla eksitav.<sup>261</sup> Pärast argumentide kaalumist leidis FCA siiski, et hetkel ei ole minimaalsete *due*

---

<sup>254</sup> Securities and Exchange Commission. Final rules (viide 220) Lk 168.

<sup>255</sup> Securities Act of 1933 (viide 77). Section 4A(a)(5).

<sup>256</sup> Securities Act of 1933 (viide 77). Section 4A(a)(5).

<sup>257</sup> Regulation Crowdfunding, General Rules and Regulations. (viide 211). Rule 301(a) and (b).

<sup>258</sup> Regulation Crowdfunding, General Rules and Regulations (viide 211). Rule 301(a) and (b).

<sup>259</sup> Regulation Crowdfunding, General Rules and Regulations (viide 211). Rule 302(c)(2).

<sup>260</sup> Regulation Crowdfunding, General Rules and Regulations (viide 211). Rule 302(c)(1).

<sup>261</sup> Financial Conduct Authority. Policy Statement (viide 176), lk 14.

*diligence* reeglite kehtestamine vajalik.<sup>262</sup> Samuti on Ühendkuningriigi puhul erinev asjaolu, et isegi enne FCA täiendavaid reegleid tegelesid paljud ühisrahastusportaalid potentsiaalsete emitentide skriininguga pettuste vältimiseks ning kasutasid oma laia diskretsiooniõigust kontrollimaks pakkumisi potentsiaalselt investoritele meeldimiseks.<sup>263</sup> Näiteks on õiguskirjanduses on toodud välja, et skriiningut on võimalik viia läbi isiklike vestluste teel aga ka veebipõhiste küsimuste kaudu.<sup>264</sup> Samuti on õiguskirjanduses toodud välja, et skriining võib hõlmata endas emitendi, selle asutajate, juhtkonna taustinformatsiooni analüüsi,<sup>265</sup> krediidireitingute ja äriplaanide hindamist ning isegi isiksuse teste.<sup>266</sup>

Eeltoodu alusel võib öelda, et ühisrahastusportaalid täidavad ühisrahastuses kapitali kaasamise puhul olulist rolli, millest on käesoleva magistritöö autori hinnangul kõige olulisem nõ *gatekeeper*'i roll, tagades ühelt poolt valikuid tehes ligipääsu emitentidele kapitali kaasamiseks ning teiselt poolt investoritele investeerimiseks. Kindlasti ei peaks ühisrahastusportaal olema ainsaks või tingimata ka peamiseks investorkaitse komponendiks, kuid selle rolli arvestamine lisaks emitendile kohaldatavatele nõuetele on kahtlemata oluline. Seetõttu võiks olla ka põhjendatud ühisrahastusportaalile tavapärasest kõrgema hoolsuskohustuse seadmine. Autor peab selles osas kõige põhjendatumaks Ameerika Ühendriikide lähenemist, kus ühisrahastusportaalidel peab olema mõistlik veendumus, et emitent vastab nõuetele, täidab oma kohustusi ning võib tugineda emitendi edastatud infole välja arvatud juhul kui selles on põhjus kahelda. Selliselt peaks ühisrahastusportaalidel olema kohustus kontrollida ja juhtida emitendi tähelepanu ka nähtavalt ebamõistlike ja tehniliselt ebakorreksetele andmetele ja äriplaanidele.

Eraldiseisva ühisrahastusportaaali *due diligence* ja skriiningu kohustuse seaduse tasemel kehtestamine autori hinnangul vähemalt esialgu põhjendatud. See ei tähenda kindlasti, et ühisrahastusportaalid ei võiks seda teha. Vastav otsustus selliste tegevuste läbiviimiseks jääks lihtsalt ühisrahastusportaalidele. Autori hinnangul on nimetatud lähenemine on põhjendatud kuivõrd kõik läbiviidud tegevused omavad ka mõju ühisrahastusportaaali vastutusele. Nimelt on ka õiguskirjanduses märgitud, et kui läbirääkimistel osaleb ka maakler (käesoleval juhul ühisrahastusportaal) vastutab maakler lepingulisel alusel.<sup>267</sup> Samuti on jõutud järeldusele, et

<sup>262</sup> Financial Conduct Authority. Policy Statement (viide 176), lk 15.

<sup>263</sup> L. Collins, Y. Pierrakis. The venture crowd crowdfunding. Equity investment into business. Nesta. 2012. Lk 24. Arvutivõrgus: [https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/the\\_venture\\_crowd.pdf](https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/the_venture_crowd.pdf) (30.04.2017).

<sup>264</sup> D. Brüntje jt (viide 90), lk 75.

<sup>265</sup> R.H. Steinhoff (viide 241), lk 698.

<sup>266</sup> D. Brüntje jt (viide 90), lk 75.

<sup>267</sup> P. Varul jt. Võlaõigusseadus I. Kommenteeritud väljaanne (viide 204), lk 101, p 4.9.4.

isik, kes ei ole maakleriga lepinguliselt seotud, võib maakleri vastu esitada nõude kas VÕS § 115 või § 14 alusel, kuna maaklerile laienevad kõik §-s 14 sätestatud kaitse- ja muud kohustused ja keelud.<sup>268</sup> Autor nõustub nimetatud seisukohaga ja leiab, et seega võib eeltoodu alusel väita, et ühisrahastusportaalid, kes on võtnud endale ülesandeks täiendavate toimingute tegemise võivad ka selle tõttu vastutada. See võiks olla põhjendatud eelkõige seetõttu, et täiendav analüüs, eraldi riskireitingud ja perspektiivikuse hindamine tekitab investoris investeerimisel kahtlemata täiendavat kindlustunnet. Kui ühisrahastusportaali tegevus sellise kindlustunde loomisel ei ole adekvaatne, on igati põhjendatud ka sellest tõusetuv vastutus.

---

<sup>268</sup> P. Varul jt. Võlaõigusseadus I. Kommenteeritud väljaanne (viide 204), lk 101, p 4.9.4.

## KOKKUVÕTE

Käesoleva magistritöö peamiseks eesmärgiks oli luua selgust ühisrahastusele kohalduva regulatsiooni osas Eestis ja selgitada välja vastused kahele küsimusele: 1) kas kapitaliturgude regulatsioon peaks kohalduma ka ühisrahastuse suhtes ja 2) kas hetkel kehtivad eraõiguslikud sätted tagavad ühisrahastuse investorite piisava kaitse. Töö eesmärgiks ei olnud keskenduda kitsalt investorite kaitse tagamisele, vaid selgitada välja, milline peaks olema tõhus regulatsioon, et tagada investorite kaitse ilma samal ajal liigselt ettevõtjate jaoks kapitali kaasamist takistamata. Täpsemalt keskendus töö investorkaitse tagamise analüüsil avalikustamiskohustusele ning sellega seotud küsimustele. Magistritöö keskendus samuti eelkõige emitendi ja investori vahelisele õiguslikule suhtele ning käsitles ühisrahastusportaali seotud küsimusi üksnes nendega külgnevalt. Magistritöö autor püstitas töös kaks hüpoteesi. Esiteks kontrollis autor väidet, et ühisrahastuses kapitali kaasamisel ei ole põhjendatud investorite väiksem kaitse võrreldes kapitali kaasamisel kehtiva kapitaliturgude regulatsiooni alusel. Teiseks kontrollis autor väidet, et üksnes eraõiguslik regulatsioon ei taga ühisrahastuse investorite jaoks piisavat kaitset.

Kontrollimaks magistritöö sissejuhatuses püstitatud hüpoteeside kehtivust, analüüsis autor käesolevas magistritöös ühisrahastuse eesmärgi ja kaitsevajadusi kapitaliturgude regulatsiooni kontekstis. Selle eesmärgiks oli välja selgitada, kuidas on omavahel seotud kapitali kaasamise ja investorkaitse tagamise eesmärgid ning kuidas on nende eesmärkide edendamiseks seotud regulatsiooni kehtestamine. Lisaks analüüsiti Euroopa Komisjoni poolt väljatoodud enamlevinud ühisrahastuse ärimudelite alusel ühisrahastuse investeeringute omadusi, et selgitada välja, kas investeeringuid võiks käsitleda väärtpaberina, mis on Eestis ka VPTS-ist tuleneva avalikustamiskohustuse ja prospekti koostamise nõude eelduseks. Samuti analüüsiti vajadust emitentide avalikustamiskohustuse järele, võrreldi seda VÕS § 14 lepingueelsetest suhetest tulenevate teavitamiskohustustega ning selgitati välja ühisrahastusportaali tähtsus ja roll informatsiooni jõudmisel investorini. Käesoleva magistritöö tulemusena võib teha järgmised põhijäreldused.

Esiteks saab järeldada, et Eesti õiguses puuduvad selged alusel ühisrahastuse investeeringute määratlemiseks. See on tingitud eelkõige VPTS §-is 2 sätestatud väärtpaberi definitsiooni ebaselgetest tunnustest. Väärtpaberi definitsioon ja tunnused on olulised, kuna kapitaliturgude regulatsiooni kohaldamise üheks eelduseks on ühisrahastuse investeeringu käsitlemine väärtpaberina. Erinevate väärtpaberite määratlusi analüüsides selgus, et Eestis ja EL-is on peamiseks tunnuseks kaubeldavus. Kaubeldavuse sisustamise osas tunnustati erinevate riikide

õiguskirjanduses ühe kaubeldavuse selgema piiranguna ostueesõiguse olemasolu, mis tähendab üldjuhul (kuid mitte alati), et ostueesõiguse korral ei ole kaubeldavuse kriteerium täidetud. Selgus, et erinevus võib osaluspõhise ühisrahastuse puhul tulla sõltuvalt aktsiate või osade müümisest. Aktsiaseltsi puhul on tegemist põhikirjalise ostueesõigusega ning teise aktsionäri ostueesõiguse teostamine toob kaasa eelneva tehingu tühisuse vastavalt ÄS § 229 lg-le 2<sup>2</sup> vaid juhul, kui aktsiaseltsi taotlusel on EVK-sse kantud ostueesõiguse kohta märge. Seega on aktsiad kaubeldavad ning tegemist on väärtpaberitega VPTS § 2 tähenduses esiteks juhul, kui ostueesõigus on välistatud ning teiseks ka juhul, kui ostueesõigust ei ole välistatud, kuid selle kohta ei ole EVK-sse vastavat märget kantud. Osaühingu puhul jõuti järeldusele, et osade väärtpaberina määratlemise eelduseks on osade registreerimine EVK-s, mis erinevalt aktsiaseltsist on osaühingute puhul vabatahtlik. Tulenevalt osaühingu kui kinnise ühingu vormist, on erisused ka seoses ostueesõigusega. Osaühingu puhul on tegemist seadusjärgse ostueesõigusega ning ostueesõiguse teostamisel on eelnev tehing VÕS § 244 lg 6 kohaselt tühine. Seetõttu on osaühingu osad kaubeldavad ning tegemist on väärtpaberitega VPTS § 2 tähenduses vaid juhul, kui ostueesõigus on põhikirjaga välistatud. Magistritöös leiti nimetatud kriteeriumite alusel samuti, et kaubeldavuse kriteerium ei ole täidetud kõikidel juhtudel, mis võivad kaasa tuua tehingu tühisuse. Hetkel kehtiva ÄS-i regulatsiooni alusel tähendab see, et lisaks ostueesõigusele kehtib selline võimalus üksnes osaühingu puhul kui ei ole täidetud ÄS § 149 lg 3 kohaselt osa võõrandamiseks vajalik täiendav nõusoleku tingimus, mis toob vastavalt kaasa tehingu tühisuse.

Laenupõhiste ja lepinguliste ühisrahastuse struktuuride puhul vabalt võõrandatavuse määratlemisel selgeid kriteeriumeid ei olnud. Seetõttu lähtus autor struktuuride määratlemiseks oma originaalsest käsitlusest ning sisustas kriteeriumi vastavate VÕS-i sätete alusel. Autori käsitluses on investeringu kaubeldavuse osas oluline otsustus, kas tegemist on nõude või lepinguga. Vastav eristus on oluline, kuna VÕS § 179 lg 1 kohaselt on lepingu ülevõtmine lubatud üksnes teise poole nõusolekul ning nõude üle andmine on VÕS § 164 lg 1 kohaselt võimalik sõltumata nõusolekust. Isegi, kui emitendi ja investori vahel on sõlmitud kokkulepe, millega nõude loovutamine välistatakse või loovutamise õigust piiratakse, ei ole see vastavalt VÕS § 166 lg-le 2 kehtiv kolmandate isikute suhtes. Kuigi autori hinnangul on muude selgete kriteeriumite puudumisel tegemist hea lähtealusega, ei ole VÕS-i sätted selleks mõeldud. Seega on autori hinnangul üheks lahenduseks Ameerika Ühendriikide lähenemise kasutamine, kus lähtutakse väärtpaberite määratlemisel kindlatest testidest, millest tuntumateks on Howey test ja Reves test. Autori hinnangul on tegemist asjakohase

lahendusega, kuivõrd Howey test sätestab investeeringute väärtpaberina määratlemisel neli sisulist kriteeriumit, mis ei ole seotud kitsalt traditsiooniliste osaluste või äriühingutega ning erinevate lepinguliste struktuuridega. Kui vastavad kriteeriumid on täidetud, on tegemist väärtpaberiga. Reves testi kasutamine oleks võimalik väga sarnaste laenupõhiste struktuuride hindamisel, kus tuleb sarnaselt lähtuda nelja kriteeriumi täitmisest, mis on suhteliselt paindlikud ning võimaldavad autori hinnangul teha väärtpaberi määratlemisel sobivaid otsustuseid. Nii on mõlema testi kasutamisel Ameerika Ühendriikides jõutud järeldusele, et investeerimispõhise ühisrahastuse instrumendid kvalifitseeruvad suure tõenäosusega väärtpaberina. Autor ei taha kindlasti väita, et põhjendatud oleks mõlema testi otsene ülevõtmine Eesti õigusesse, kuid nimetatud testid hõlmavad kindlasti komponente, mis muudaksid oluliselt selgemaks väärtpaberite ning sellest tulenevalt ka ühisrahastuse investeeringute kvalifitseerimise.

Teiseks saab järeldada, et ühisrahastuse investeeringutele kohalduv regulatsioon sõltub otseselt ühisrahastusportaali ärimudelist ning spetsiifilise ühisrahastusprojekti struktureerimisest. Nimelt on eelnevalt väljatoodud väärtpaberi määratlemise tingimuste alusel võimalik struktureerida ühisrahastuse investeeringud selliselt, et vältida prospekti koostamise kohustust ning teiste vastavate VPTS sätete kohaldumist. Autor jõudis järeldusele, et osaluspõhine ühisrahastus on allutatud VPTS regulatsioonile, kuivõrd aktsiate ja osad näol on reeglina tegemist väärtpaberitega. Teoreetiliselt võiks aktsiaseltsi ja osaühingu võõrandava osaluse väärtpaberina käsitamist vältida ostueesõiguse ning vastavate erisätete kasutamise teel. Autori hinnangul selgub nimetatud kriteeriumite kohaldatavus ilmselt siiski praktikas, kuivõrd väärtpaberiturul kaupleva börsiühingu või muu keskmise suurusega äriühingu osaluse kaubeldavust ei saa võrrelda näiteks *start-up*'iga, mida ühisrahastuses rahastatakse.

Laenupõhiste ja lepinguliste struktuuride puhul on autori hinnangul üritatud vältida investeeringu kvalifitseerimist väärtpaberina. Kuigi mitu finantseerimismudelit vastasid teatud väärtpaberite liikidele, jäi probleemiks jätkuvalt kaubeldavuse sisustamine. Näiteks üks laenupõhine hübriidinstrument vastas omadustelt võlakirjale tunnustele, täites sisuliselt nii intressimäära, lunastamise tähtaja kui nominaalväärtuse kriteeriumid. Samas selgus, et tegemist ei ole väärtpaberiga, kuna finantseerimismudelit tuli autori hinnangul käsitleda kui lepingut, mida ei saa ilma teise poole nõusolekuta üle anda ning mille üleandmine oli välistatud ka spetsiifiliselt investeerimise käigus sõlmitava lepingu tingimustes. Vahetusvõlakirjade väljastamise teel kapitali kaasamise struktuuri puhul oli peamiseks probleemiks vahetusvõlakirjade määratlemine vastavalt VÕS-i üldosa sätetele nõude või

lepinguna. Autor jõudis järeldusele, et vahetusvõlakirja näiteks tingimusliku nõude või lepinguna määratlemine on väga problemaatiline ning ühest lahendust selles osas ei ole, mistõttu vajab selliste ja teiste laenupõhiste hübriidinstrumentide alusel kaasatavate investeeringute hindamine selgemaid kriteeriume ja täiendavat uurimist. Samas leiab autor, et rohkem kui poole miljoni suuruse investeeringu sõltuvusse seadmine vastavast VÕS-i määratlusest ei ole põhjendatud. Seda sellepärast, et arvestades investeeringu mahtusid, investorite jaoks kaasnevaid samasuguseid riske kui väärtpaberite puhul ja VPTS eesmäärke kapitali kaasamise osas, tuleks nimetatud investeeringuid käsitleda väärtpaberina ja kohaldada vastavaid VPTS sätteid.

Kolmandaks saab järeldada, et hetkel kehtivad eraõiguslikud sätted ei taga eraldiseisvalt ühisrahastuse investorite piisavat kaitset. Kui ühisrahastuse investeering ei ole kvalifitseeritav väärtpaberina, on investorite ainsaks kaitseks eraõiguslikud sätted. Kuigi VÕS-is on kehtestatud erinevaid imperatiivseid sätteid tarbijate kaitseks, puudub selgus, kas ühisrahastuse investoreid võiks käsitleda tarbijatena. Kuna ühisrahastuses on investoritel võimalik investeerida väikeste summade kaupa, võib mõni ühisrahastuse investor olla laenuandjaks näiteks 50 erineva laenulepingu alusel. Nii jõuti magistritöös järeldusele, et kui laenu on antud püsivalt pika aja jooksul ning investor on laenuandjana saanud selle eest intressi, ei ole kehtiva Riigikohtu praktika kontekstis välistatud vähemalt teatud osa investorite tegevuse kvalifitseerimine majandus- ja kutsetegevusena. Kui investoreid on võimalik kvalifitseerida tarbijatena, ei ole investorite jaoks paljudel juhtudel siiski tagatud tarbija sätetest tulenev kaitse. Näiteks ei ole kohalduvad VÕS § 402 tarbijakrediidi sätted, kuna ühisrahastuse puhul on tegemist tarbija poolse laenuandmisega majandus- või kutsetegevuses tegutsevale äriühingule. Samal ajal võib tegemist olla sidevahendi teel sõlmitud lepinguga, mispuhul on investoritel vastavalt VÕS § 56 lg-le 1 õigus lepingust taganeda põhjust avaldamata 14 päeva jooksul. See võib omakorda osutada probleemiks kindlat rahasummat vajavale kapitali kaasavale emitendile, kes võib hoolimata algsest kapitali kaasamisest sellest 14 päeva pärast ilma jääda.

Magistritöös testiti analoogia korras samuti kapitaliturgude vabatahtliku avalikustamise teooriat VÕS § 14 lepingueelsete läbirääkimiste regulatsiooni alusel. Arvestades, et ühisrahastuse puhul võib olla tegemist näiteks ühe emitendi ja 1000 investoriga, võib praktikas osutada sisuliselt võimatuks otsustamine, millise info vastu on teisel poolel oluline äratuntav huvi. Kuivõrd Riigikohus on öelnud, et arvesse tuleb võtta TsÜS § 95 tingimusi, siis tähendaks see rangelt võttes vajadust lähtuda teabe edastamisel kõigi lepingupoolte



eriteadmistest, asjaolu tähtsusest teise poole jaoks ning teise poole mõistlikest võimalustest ja kulutustest andmete saamiseks.

Teavitamiskohustuse muudab ühisrahastuse puhul veel problemaatilisemaks investeringute keerukus. Näiteks ühisrahastuses kasutatava finantseerimismudeli puhul, kus tegemist oli SPV-sse antud laenudega, mis laenatakse omakorda edasi järgmisesse SPV-sse, kus ostetakse ka omakorda teatud osalus, mille osas sõlmitakse osanike või aktsionäride leping, on ebaselge, mitme lepingu osas teavitamiskohustus tekib. Investorid on lepinguliseks pooleks vaid ühe laenulepingu suhtes. Käesoleva töö autori hinnangul tuleks täiendavaid lepinguid vaadata ühtse õigusliku suhtena, kuivõrd investeringu lõppeesmärk on investeerida spetsiifilisse ühisrahastuse projekti, mitte anda laenu SPV-le vabaks kasutamiseks. See tähendaks, et põhimõtteliselt tuleks investoreid teavitada kõigist olulistest esimese laenulepingu, aktsionäride/osanike lepingu ning ka teise laenulepinguga seotud asjaoludest, mis võib praktikas osutuda äärmiselt koormavaks.

Eraõigusliku regulatsiooniga seoses võib praktiliselt osutuda keeruliseks näiteks valeinformatsiooni esitamisest tulenevate kahjuhüvitamise nõuete esitamine. Kui informatsioon osutub valeks, on investoritel võimalik VÕS § 14 lg 1 teisest lausest tuleneva tõekohustuse rikkumisel äriühingu vastu esitada näiteks kahjuhüvitamise nõudeid. Kui ühisrahastusprojekti investeerisid kokku näiteks 1300 investorit ning investeringu suuruseks oli 100 eurot, siis on kaheldav, kui paljud investorid 100 eurose nõudega kohtusse läheksid. Nii võib tõenäoliselt väita, et avalikõigusliku finantsjärelevalve puhul oleks selline võimalus palju suurem. Kui investorid ühiselt kohtusse ka läheksid, suudaksid ära tõendada tõekohustuse rikkumise ning saaksid kohtust positiivse otsuse, võib tekkida probleem otsuse täitmisega. Seda eelkõige sellepärast, et ühisrahastusprojektide elluviimiseks asutatakse tihti eraldiseisev SPV, mille ainsaks ühisrahastusprojektiga mitte seotud varaks võib olla nõue 2500 euro ulatuses SPV asutaja vastu. Seega võib eeltoodu alusel kokkuvõtlikult öelda, et hetkel kehtiv eraõiguslik regulatsioon ei ole sellisel kujul mõeldud investorite kaitseks ja ei saa täita vajalikke investorkaitse eesmärke.

Neljandaks saab järeldada, et ühisrahastuses kapitali kaasamise osas ei ole põhjendatud ühisrahastuse suhtes kapitaliturgude regulatsiooni kohaldamine. Kuigi ühisrahastuses pakutavad investeringud võivad olla märksa riskantsemad, kui näiteks reguleeritud väärtpaberiturul tehtud investeringud, tuleb arvestada kapitali kaasamise ja investorkaitse eesmärkide omavahelist suhet. Magistritöös leiti, et investorkaitse tagamine ning kapitali kaasamise edendamine ei ole teineteisega konkureerivad või veel vähem teineteist välistavad

eesmärgid. Ühisrahastuse regulatsiooni eesmärk peaks olema investorite kaitsmine teatud riskide kategooriate eest – mitte investeringute langeva väärtuse tururiski eest, vaid riskide eest, mida põhjustavad hoolimatud turuosalised, kes eksitavad, petavad ja varastavad. Nii ei saa investoreid kaitsta riski täielikult elimineerides, kuivõrd riski täielik elimineerimine oleks võimatu ilma võimaluste elimineerimiseta, mille tõttu investorid algselt investeerivad. Ühisrahastuse puhul tähendaks rangelt kapitaliturgude regulatsioonile allutamise otsus seda, et ühisrahastuses kapitali kaasamine muutuks märkimisväärselt kallimaks tulenevalt näiteks erinevate avalikustamiskohustuste täitmisest ja prospekti koostamisest. See omakorda tooks kaasa olukorra, kus järjest vähem äriühinguid kasutaksid ühisrahastust kapitali kaasamiseks ning investorid jääksid ilma ka peamistest investeerimisvõimalustest. Samamoodi peaks kapitali kaasavate äriühingute huvides olema piisav investorkaitse, mis tagaks investorite jaoks piisava kindluse investeerimiseks ja ka olukordadeks, kus investeringuga seotud riskid realiseeruvad. Sellisel puhul investeerivad investorid julgemalt, mis võivad ka äriühingute jaoks tähendada paremaid kapitali kaasamise tingimusi. See omakorda aitaks kaasa ka alustavate äriühingute finantseerimise probleemi lahendamisel, stimuleeriks Eesti kapitaliturgude arengut ning pakuks kapitali kaasamisel vähemalt mingil määral alternatiive pangalaenudele.

Kuna regulatsiooni rangus ei ole alati põhjendatud, on riikides, kus soovitakse ühisrahastust edendada, peetud vajalikuks erandliku regulatsiooni kehtestamist. Samamoodi võiks autori hinnangul nimetatud probleemile läheneda ka Eestis. Autori hinnangul ei tohiks siinjuures kasutada ühisrahastuse puhul kapitali kaasamisel kitsalt määratletud instrumente, vaid ühisrahastuse määratlus peaks olema kõikehõlmav, tagamaks ühetaolise regulatsiooni kõikidel juhtudel, kui võetakse investeerimisrisk.

Sarnastel põhimõtetel peaks Eestis kehtestama ka ühisrahastusele kohaldatava avalikustamiskohustuse. Eestis hetkel kehtiv kapitaliturgude regulatsioon on suhteliselt range ning ei ole kuigi paindlik, mis on kaasa toonud ka olukorra, kus avalikke pakkumisi on äärmiselt vähe. Põhjalikum avalikustamiskohustus võib küll anda investoritele rohkem infot ning võidelda pettustega, kuid teeb seda tõenäoliselt ebaproportsionaalselt emitentide arvelt. Magistritöös leiti, et Eestis on ühisrahastuse avalikustamiskohustuse reguleerimisel põhjendatud teabe miinimumstandardi kehtestamine. Kuigi teabe miinimumstandardi mitte kehtestamine võib tunduda teatud juhtudel hea mõttena, ei pruugi ka laiad ning ebaselged avalikustamiskohustused tuua tingimata soovitud tulemusi. Teisisõnu, väga üldiste reeglitega

on ka märksa suurem võimalus teabe edastamise kuritarvitamiseks (nii tahtlikuks kui ka tahtmatuks).

Autori hinnangul tuleks avalikustamiskohustusega seotud teabe määratlemisel luua siiski oma lahendus ning mitte lähtuda kitsalt suurriikide regulatsioonist. Samas tuleb arvestada, et kehtestatav avalikustamiskohustus ei ületaks saadavat kasu ning kapitali kaasamine oleks majanduslikult mõttekas. Näiteks võiks kaaluda Ameerika Ühendriikidele sarnaselt astmelise avalikustamiskohustuse kehtestamist, mis on vähemalt teoreetilise riskipõhise lähenemisena loogiline ja põhjendatud. Nimetatud lahendus peaks samuti olema võimalikult lihtne ning oluliselt vähem detailsem kui Ameerika Ühendriikides, et oleks tagatud regulatsioonist ühetaoline arusaamine ning informatsiooni avalikustamiseks ei peaks emitent tingimata ostma valdkonnaspetsiifiliste teadmistega spetsialisti teenust. Üheks võimalikuks lahenduseks oleks sarnaselt Saksamaale luua kohustus esitada investoritele maksimaalse pikkusega teabeleht, mis sisaldaks kindlat infot, riskihoiatusi ning viiteid täiendava info osas.

Kuigi tõese ja täieliku informatsiooni avaldamise kohustus on esmajoonel emitendil, peaks autori hinnangul olema investorkaitse osaks ka ühisrahastusportaal. Kindlasti ei peaks ühisrahastusportaal olema ainsaks või tingimata ka peamiseks investorkaitse komponendiks, kuid selle rolli arvestamine lisaks emitendile kohaldatavatele nõuetele, on kahtlemata oluline. Seetõttu võiks olla ka põhjendatud ühisrahastusportaalile tavapärasest kõrgema hoolsuskohustuse seadmine. Autor peab selles osas kõige põhjendatumaks Ameerika Ühendriikide lähenemist, kus ühisrahastusportaalidel peab olema mõistlik veendumus, et emitent vastab nõuetele, täidab oma kohustusi ning portaal võib tugineda emitendi edastatud infole, välja arvatud juhul kui, selles on põhjus kahelda. Selliselt peaks ühisrahastusportaalidel olema kohustus kontrollida ja juhtida emitendi tähelepanu näiteks nähtavalt ebamõistlike ja tehniliselt ebakorrektsetele andmetele ja äriplaanidele.

Eraldiseisva ühisrahastusportali *due diligence* ja skriiningu kohustuse kehtestamine ei ole autori hinnangul vähemalt esialgu põhjendatud, mis ei tähenda samas, et ühisrahastusportaalid ei võiks seda teha. Vastav otsustus selliste tegevuste läbiviimiseks jääks lihtsalt ühisrahastusportaalidele ning omaksid ka mõju ühisrahastusportali vastutusele. Ühisrahastusportaalid, kes on võtnud endale ülesandeks täiendavate toimingute tegemise, võivad ka selle tõttu vastutada. See võiks olla põhjendatud eelkõige seetõttu, et täiendav analüüs, eraldi riskireitingud ja perspektiivikuse hindamine tekitab investoris investeerimisel kahtlemata täiendavat kindlustunnet. Kui ühisrahastusportali tegevus sellise kindlustunde loomisel ei ole adekvaatne, on igati põhjendatud ka sellest tõusetuv vastutus.

Kokkuvõtvalt saab järeldada, et kinnitust leidis magistritöö hüpoteesis esitatud väide, mille kohaselt ei taga üksnes eraõiguslik regulatsioon ühisrahastuse investorite jaoks piisavat kaitset. Magistritöö teises hüpoteesis esitatud väide, mille kohaselt ei ole ühisrahastuses kapitali kaasamisel põhjendatud investorite väiksem kaitse võrreldes kapitali kaasamisel kehtiva kapitaliturgude regulatsiooni alusel kinnitamist ei leidnud. Ühisrahastuse olemasoleva kapitaliturgude regulatsiooni alla paigutamine ei ole põhjendatud, kuivõrd olemasolev regulatsioon ei ole ühisrahastuse jaoks kohane. Põhjendatud lahenduseks oleks uue paindliku regulatsiooni loomine, mis arvestab ühisrahastuse iseärasustega ning äriühingute jaoks kapitali kaasamise võimalused koos piisavate investorite kaitse sätetega.

## **RAISING CAPITAL IN INVESTMENT BASED CROWDFUNDING TRANSACTIONS: THE SCOPE OF INVESTOR PROTECTION (SUMMARY)**

The growing number of internet users and the rapid technological advances in recent decade has changed many industries. However, there are probably not many industries that have changed more than the financial sector. One of the latest new phenomenon is crowdfunding, that started out as way of funding social projects and which has transformed into an alternative form of corporate finance where starting companies can raise capital from a large number of investors for different entrepreneurial activities. Although there is no universal academic term for this form of crowdfunding, in Europe it has mostly been labeled as investment based crowdfunding.

The problem with investment based crowdfunding is that it is largely, or at least clearly regulated in Estonia as well as other European Union countries. This poses a problem as the investment amounts in investment based crowdfunding are constantly increasing and more people are using it as a way of investing their money. Therefore, the aim of this master thesis is to make regulatory observation with regard to the investment based crowdfunding regulation in Estonia and find answers to two questions: 1) should capital markets regulation be applied to crowdfunding; and 2) does private law regulation ensure sufficient investors protection. On this basis, the master thesis set forth two hypothesis: 1) raising capital in investment based crowdfunding should not entail less investor protection than raising capital on basis of the current capital market regulation; 2) private law regulation by itself does not ensure sufficient protection for crowdfunding investors.

The master thesis has been divided into three chapters. The first is analysing the need for crowdfunding regulation and the aims of the regulation in the context of capital markets regulation. The second chapter is focused on analysing crowdfunding investments as securities based on the existing securities definition. The third chapter is analysing the disclosure requirements in crowdfunding as a measure of investor protection. The author has used crowdfunding regulation in Germany, United Kingdom and USA for comparison of the possible issues in Estonia. The analysis is largely based on the crowdfunding main business models pointed out by the European Commission, but also included examples of the Estonian largest crowdfunding platforms. As to the disclosure requirements, the master thesis has tested whether disclosure obligation set out in the article 14 of the Law of Obligations Act (hereinafter LOA) would also suffice for crowdfunding. It should also be noted that the master thesis is focused solely on the legal relationship between the crowdfunding issuer and

the investor and issuer with regard to crowdfunding platforms are only covered in adjacent aspects. The master thesis reached the following conclusions.

Firstly, there is no clear way of knowing what crowdfunding investment should be classified as in Estonia. This is largely caused by the indistinct security definition set out in the Securities Market Act (hereinafter SMA) article 2. The security definition is important as defining crowdfunding as a security is one of the preconditions of applying the general capital markets regulation as well as mandatory disclosure obligation arising from the SMA. On basis of the analysis of the security definition in European Union countries, it was concluded that the main criteria of a security is negotiability. In Estonia, it is defined somewhat differently and as the main criteria is referred to as transferability on the basis of at least unilateral expression of will. Despite that, in practice these terms are often not distinguished and both are difficult to define. It was concluded that the main limitation to negotiability is the right of pre-emption. As such, the LOA article 244(6) sets out that upon exercising the right of pre-emption, the previous transaction would be void. This however only applies to limited liability companies (*osajühing*). Pursuant to Commercial Code (hereinafter CC) article 229(2)2, for public limited liability companies (*aktsiaselts*), the same result can be achieved only if the pre-emption is registered in the Estonian Central Register of Securities (hereinafter ECRS). Also, as an overall conclusion, it can be said that the investment is not negotiable in all occasions that would result the transaction of being declared void. In Estonia, this would mean a separate basis for the private limited company. More specifically, CC article 149(3) provides that transaction performed without the fulfilment of an additional condition (primarily consent of a relevant person or an administrative body) set out in the articles of association is void.

For debt securities, there is no common criteria for defining negotiability. Therefore, a theory was put forward that the negotiability of debt securities should be decided on basis of the provisions set out in the LOA. More specifically, it had to be decided whether the investment constituted as a contract or a claim. This is important considering that according to the LOA article 179(1) a contract may be transferred only with the consent of the other party and according to the LOA articles 164(1) and 166(2) a claim can be transferred without the consent of the other party. While applying these tests, it was concluded that although it can serve as a basis for evaluating the investments, the LOA relevant articles are not meant for that. Therefore, a specific test for analysing investments should be adopted. It was also concluded that relevant examples can be drawn from the U.S legal system where there are two

distinct tests for analysing whether an investment can be regarded as security. The Howey test sets forth four preconditions: 1) investment of money; 2) expectation of profits; 3) arising from a common enterprise; 4) on the efforts of a promoter or third party. It was concluded that the Howey test would be suitable for analysing crowdfunding investments. Additionally, the Reves test is applied with regard to debt based investments where four preconditions are evaluated: 1) seller's purpose; 2) plan of distribution; 3) reasonable expectation of the public; 4) does another regulatory scheme apply. As such, in the U.S it has been concluded that most investment based crowdfunding instruments can be regarded as securities. Although it certainly cannot be concluded that these tests should be directly adopted into the Estonian legislation, it should be noted that many aspects of the tests would make defining a security more clear and therefore classifying crowdfunding investments as well.

Secondly, it can be concluded that the applicable regulation for crowdfunding is directly dependant upon the crowdfunding business model and structuring of the specific crowdfunding project. The shares of the private limited company or public limited company offered in crowdfunding can be considered as securities only when pre-emption right is excluded and there are no other stipulations (such as consent requirement) in the articles of association. With regard to debt based investments, it was concluded that a rather common business model was not considered as a security. The business model included financing on basis of loan agreements, but the profitability of these investments was dependant on the success of the project and also included shares of the special purpose vehicle executing the project. Although the hybrid business model seemed to have different characteristics of a security, it was concluded that the negotiability criteria was not fulfilled as the investment was considered as a contract and therefore would not be transferable without consent. Classifying convertible bonds as a contract or a claim proved to be very difficult and it was concluded that both options could be possible. However, given that these instruments include similar risks as securities and considering the aims of the SMA's regulation, it was concluded that convertible bonds should be considered as securities and relevant SMA's regulation should apply. Drawing from the above, crowdfunding investments can be structured in a way that allows avoiding capital markets regulation and stricter investor protection rules.

Thirdly, it can be concluded that applying private law regulation to crowdfunding is difficult and private law regulation by itself does not ensure sufficient protection for crowdfunding investors. If a crowdfunding investment cannot be classified as a security, the investors are only protected by private law regulation. Although the LOA has different consumer protection

rules, it is unclear whether crowdfunding investors can be considered as consumers. This is because investors can invest into tens if not into hundreds of different crowdfunding investments. As most investments are loan based, this poses a problem, considering that the current Supreme Court has concluded that if a natural person may be acting in economic or professional activities for example in instances where loans have been issued to many people for a profit and for a certain period of time. Although the decision was unrelated to crowdfunding, it is possible that it could be applicable to crowdfunding as well which means that crowdfunding investor cannot be considered as a consumer. Even if crowdfunding investors could be considered as consumers, then in many occasions consumer regulation would still not be applicable. For example LOA article 402 defines consumer credit contract as contract by which a creditor, in the course of the economic or professional activities thereof, grants or undertakes to grant credit or a loan to a consumer. Considering that in crowdfunding investors as consumers would be providing the loan to companies in course of economic or professional activities, which means that the regulation is not applicable. In the same time, it can be considered as a distance contract within the meaning of LOA article 52(1) which means that the consumer may withdraw from a distance contract within 14 days without giving any reason pursuant to LOA article 56(3). This however may pose a problem to issuers who may not raise the required amount if investors should decide to withdraw after 14 days.

The master thesis also tested the voluntary disclosure theory on basis of the LOA article 14 precontractual regulation analogy. This posed a problem considering that the regulation is basically meant for simple contracts between two people. Considering that crowdfunding transactions can include one issuer and 1000 investors, it is practically impossible to decide which information is important and the other parties have identifiable essential interest for the information according to LOA article 14(2). In addition, as the Supreme Court has said that disclosing the information should also consider the regulation of the General Part of the Civil Code Act article 95 which is practically impossible as it means that the issuer should take into account the specific expertise of the investors, the reasonable opportunities of the investors to obtain the necessary information and the extent of the necessary expenses to be made by the investors in order to obtain such information.

The complexity of the crowdfunding investments also poses a problem for the disclosing obligation under LOA article 14. This is because that under some crowdfunding structures investors give out loans to special purpose vehicles, which are accordingly lent to the next



special purpose vehicle, where also shares are bought. As the investors are only party to one agreement it is unclear from which contract the disclosing obligation arises. It was concluded that the additional contracts should be viewed as a part of one contractual relationship, as the aim of investors was to invest and not to give out loans for free use. This would however mean that issuers should disclose information about all the contracts which may also be practically difficult and burdensome.

Should an issuer for example present false information, then it is also problematic to claim for damages. Namely, if for example 1300 investors invested 100 euros each, then it would be doubtful how many investors would make this claim in court. As to capital markets regulation, this would be done by financial supervision authority and the probability would be greater. Even if investors would jointly go to court, prove presenting false information and receive a positive decision, they could still face the issue of enforcement proceedings because crowdfunding projects are usually executed via special purpose vehicle which can be established without capital contribution. All in all, it was concluded that private law in the current form is not suitable for investor protection and cannot fulfill investor protection goals.

Fourthly, it can be concluded that although raising capital in crowdfunding is more risky than raising capital on basis of the capital markets regulation, the applicability of capital market regulation to crowdfunding is not justified. It was concluded that investor protection and promotion of raising capital are neither competitive nor exclusive objectives. On the contrary, as it was explained in the U.S, the objective of crowdfunding regulation should be to protect investors from certain risk categories – not the market risk of the depreciation of investment value, but from the risks caused by careless market participants who create misconceptions, cheat and steal. Therefore the investors cannot be protected by eliminating the risk completely because that would mean also eliminating the possibility why they invested in the first place. If crowdfunding would be regulated under the capital markets regulation, it would mean that cost of raising capital would significantly rise due to the mandatory disclosure regime and duty to draw up a prospectus. In turn, this would lead to a situation where less issuers would crowdfunding for raising capital and investors would eventually be deprived of the opportunity to invest in crowdfunding. Similarly, investor protection should be in the interests of the issuer, because this way investors would be more encouraged to invest even in situations where investment risks could realize. If investors are more encouraged to invest and if more investors invest, this in turn should mean better conditions for issuers for raising

capital and to an extent, should serve as an alternative to bank loans and help solving the starting companies financing problem.

As the capital markets regulation is usually rather strict, it was concluded that Estonia should implement a comprehensive crowdfunding exception that would include an overall regulation for all investments whereby investors take the investment risk. It was concluded that Estonia should implement minimum disclosure requirements. As a theoretical framework, it was concluded that minimum disclosure requirements should be implemented depending on the issuer similarly to the U.S. However, the regulation should be far simpler for the issuer to understand. One option would also be to implement an obligation similarly to Germany, where the issuers have to submit investors an information sheet (max 3 A4 pages) including specific information, risk warnings and references for additional information.

Further to this, it was concluded crowdfunding platforms are also an important aspect of investor protection and should have a higher duty of care. Although they crowdfunding platforms should not be responsible for the misstatements and omissions of issuers, it would still be proportional to establish an obligation to have a reasonable certainty that the issuer is fulfilling its duties and intervene where obvious problems are arising (such as clearly wrong information or obvious mistakes in business plans). It was concluded that establishing a separate due diligence requirement is not necessary, which doesn't mean that the crowdfunding platforms could or should not do it. That would just be the decision of the platforms and would therefore also raise their liability. This was concluded as necessary, because additional analysis, separate risk ratings and evaluating the perspective of the issuers raises also the investor confidence in investing. If the additional activities performed by the crowdfunding platform are substandard, then the arising liability is justified.

All in all, it can be said that the hypothesis that private law regulation does not ensure sufficient investor protection was confirmed. The other hypothesis that raising capital in investment based crowdfunding should not entail less investor protection than raising capital on basis of the current capital market regulation was not confirmed, as it is not appropriate for crowdfunding. Therefore the solution would be implementing a new regulation that considers the need for investor protection as well as the raising capital for issuers.

**2 May 2017**

---

**Kaspar Kolk**

## KASUTATUD ALLIKAD

### Kasutatud kirjandus

1. A.A. Schwartz. Crowdfunding Securities. Notre Dame Law Review, Vol. 88, Iss. 3. 2013.
2. A.R. Palmiter. Securities Regulation: Examples and Explanations, Fourth Edition. Aspen Publishers. United States of America. 2008.
3. B.S. Black. Information Asymmetry, The Internet, And Securities Offerings. Journal of Small and Emerging Business Law, Vol. 2. 1998. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=84489> (30.04.2017).
4. C. S. Bradford. Crowdfunding and the Federal Securities Laws. Columbia Business Law Review. Vol. 2012, No. 1. 2012. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=1916184> (29.04.2017).
5. C.S. Bradford. The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled. Securities Regulation Law Journal. Vol. 40, No. 3. 2012. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=2066088> (30.04.2017).
6. D. Brüntje, O. Gajda. Crowdfunding in Europe: State of the Art in Theory and Practice. FGF Studies in Small Business and Entrepreneurship. Springer. 2016.
7. D. McClean, K. Beevers. Morris on the Conflict of Laws. Sweet & Maxwell. London. 2005.
8. D.J. Cumming, S.A. Johan. Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective. Elsevier. 2014.
9. D.M. Ibrahim. Equity Crowdfunding: A Market for Lemons. Minnesota Law Review. Vol 100. Iss. 2. 2015.
10. E. Burkett. A Crowdfunding Exemption - Online Investment Crowdfunding and U.S. Securities Regulation. The Tennessee Journal of Business Law. Vol. 13, Iss. 1. 2011.
11. E. Ferran. Principles of Corporate Finance Law. Oxford University Press. Oxford. 2007.
12. F.H. Easterbrook, D.R. Fischel. Mandatory Disclosure and the Protection of Investors. Virginia Law Review. Vol. 70, No. 4. 1984. Arvutivõrgus: [www.jstor.org/stable/1073082](http://www.jstor.org/stable/1073082) (30.04.2017).
13. G.G. Castellano. Towards a General Framework for a Common Definition of 'Securities': Financial Markets Regulation in Multilingual Contexts. Uniform Law

- Review/Revue de Droit Uniforme Vol XVII, 2012. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=2187812> (30.04.2017).
14. J. A. Franco. Why Antifraud Prohibitions are not Enough: The Significance of Opportunism, Candor and Signaling in the Economic Case for Mandatory Securities Disclosure. Columbia Business Law Review. 2002. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=338560> (30.04.2017).
  15. J. Armor, D. Awrey, P. Davies, L. Enriques, J.N. Gordon, C. Mayer, J. Payne. Principles of Financial Regulation. First Edition. Oxford University Press. Oxford. 2016.
  16. J.M. Heminway, S.R. Hoffman. Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933. Tennessee Law Review, Vol. 78. 2011. University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 154. Arvutivõrgus: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1875584](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1875584) (29.04.2017).
  17. J.M. Heminway. The New Intermediary on the Block: Funding Portals under the CROWDFUND Act. UC Davis Business Law Journal. Vol. 13, p. 177. University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 219. 2013. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=2293248> (29.04.2017).
  18. K. Kim, I-H. Hann. Does Crowdfunding Democratize Access to Finance? A Geographical Analysis of Technology Projects. Robert H. Smith School Research Paper. 13.10.2015. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=2334590> (29.04.2017).
  19. K. Promet. Väärtpaberite esindajakontol hoidmisega seotud emitendi, investori ja esindajakonto omaja õigused ja kohustused. Magistritöö. Tartu 2015.
  20. K. Saare, U. Volens, A. Vutt, M. Vutt. Ühinguõigus I. Juura. Tallinn. 2015.
  21. L. Hornuf, A. Schwienbacher. Crowdinvesting – Angel Investing for the Masses? Handbook of Research on Venture Capital: Volume 3. Business Angels, Forthcoming. 08.10.2014. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=2401515> (29.04.2017).
  22. L. Hornuf, A. Schwienbacher. Should Securities Regulation Promote Crowdinvesting? Munich Discussion Paper No. 2014-27. Department of Economics University of Munich. Volkswirtschaftliche Fakultät Ludwig-Maximilians-Universität München. Arvutivõrgus: [https://epub.ub.uni-muenchen.de/20975/1/Hornuf,%20Schwienbacher%20\(2015\)%20Should%20securities%20regulation%20promote%20crowdinvesting.pdf](https://epub.ub.uni-muenchen.de/20975/1/Hornuf,%20Schwienbacher%20(2015)%20Should%20securities%20regulation%20promote%20crowdinvesting.pdf) (30.04.2017).
  23. L. Klöhn, L. Hornuf, T. Schilling. The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act: Content, Consequences, Critique, Suggestions. Diritto

- Della Banca e del Mercato Finanziario, Forthcoming. 02.06.2015. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=2595773> (30.04.2017).
24. N. Moloney. How to Protect Investors. Lessons from the EC and the UK. Cambridge University Press. 2010.
  25. O. Ben-shahar, C.E. Schneider. The failure of Mandated Disclosure. University of Pennsylvania Law Review. Vol. 159, No. 3. 2011. Arvutivõrgus: [www.jstor.org/stable/41149884](http://www.jstor.org/stable/41149884) (30.04.2017).
  26. P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher. Crowdfunding: Tapping the right crowd. Journal of Business Venturing. 2014, 29 (5). Arvutivõrgus: <http://ssrn.com/abstract=1836873> (29.04.2017).
  27. P. Schammo. New Perspectives on regulatory competition in securities markets. Cambridge University Press. 2011.
  28. P. Varul, I. Kull, V. Kõve, M. Käerdi, K. Sein. Võlaõigusseadus I. Kommenteeritud väljaanne. Juura. Tallinn. 2016.
  29. P. Varul, I. Kull, V. Kõve, M. Käerdi, T. Puri. Asjaõigusseadus II. Kommenteeritud väljaanne. Juura. Tallinn. 2014.
  30. P. Varul, I. Kull, V. Kõve, M. Käerdi. Võlaõigusseadus. Kommenteeritud väljaanne III. Juura. Tallinn. 2009.
  31. P.M. Healy, K. Palepu. Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. JAE Rochester Conference April 2000. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=258514> (30.04.2017).
  32. R. Bottiglia, F. Pichler. Crowdfunding for SMEs. A European Perspective. Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions. Palgrave Macmillan UK. 2016.
  33. R.H. Steinhoff. The Next British Invasion Is Securities Crowdfunding: How Issuing Non-Registered Securities through the Crowd Can Succeed in the United States. University of Colorado Law Review. Vol. 86, Iss. 2. 2015.
  34. S. Böttcher. Võlaõigusseadusest tulenev müüja vastutus aktsiate müügilepingu puhul. Magistritöö. Tartu. 2015.
  35. T. Tiru. Õiguslik audit äriühingu osaluste võõrandamisele suunatud tehingutes. Magistritöö. Tallinn. 2016.
  36. T.A. Martin. The Jobs Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles with the Demands of the Crowd. 12.04.2012. Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=2040953> (30.04.2016).

37. T.L. Hazen. Crowdfunding or Fraudfunding – Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must be Conditioned on Meaningful Disclosure. North Carolina Law Review. Vol 90. Iss. 5. 2012.
38. W.J.L. Calkoen. Securities World. Jurisdictional Comparison 2005. The European Lawyer. London. 2005.
39. W.K. Sjostrom. Rebalancing Private Placement Regulation. 36 Seattle University Law Review 703 (2013, Forthcoming). Arizona Legal Studies Discussion Paper No. 13-03. Arvutivõrgus: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2201113](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2201113) (29.04.2017).
40. W.O. Douglas. Protecting the Investor. Yale Review. 1934.

## **KASUTATUD MUUD ALLIKAD**

1. American Bankers Association. An Avalanche of Regulation. 2014. Arvutivõrgus: <https://www.aba.com/Issues/Index/Documents/2014RegBurdenInfographic.pdf> (29.04.2017).
2. BBC News. Marillion 'understood where the internet was going early on'. 01.09.2013. Arvutivõrgus: <http://www.bbc.com/news/entertainment-arts-23881382> (29.04.2017).
3. BBC News. The Statue of Liberty and America's crowdfunding pioneer. 25.04.2013. Arvutivõrgus: <http://www.bbc.com/news/magazine-21932675> (29.04.2017).
4. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Capital investments information sheet. Arvutivõrgus: [https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/FinTech/VIB/vib\\_node\\_en.html](https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/FinTech/VIB/vib_node_en.html) (30.04.2017).
5. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Subordinated loans and loans with profit participation: BaFin urges caution in connection with capital raising. 16.03.2015. Arvutivõrgus: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2015/fa\\_bj\\_15\\_03\\_nachrangdarlehen\\_en.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2015/fa_bj_15_03_nachrangdarlehen_en.html) (30.04.2017).
6. Committee of European Securities Regulators. Your questions on MiFID. Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC and implementing measures. Questions and answers. 2008. Arvutivõrgus: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/isd/questions/questions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf) (30.04.2017).
7. Companisto. Investment Information Sheet in Accordance with § 13 German Capital Investment Act (Vermögensanlagegesetz). English Version. 25.01.2016.

Arvutivõrgus:

[https://www.companisto.com/assets/1455287018\\_Investment%20Information%20Sheet\\_MorninGlory.pdf](https://www.companisto.com/assets/1455287018_Investment%20Information%20Sheet_MorninGlory.pdf) (30.04.2017).

8. Crowdcube. Arvutivõrgus: <https://www.crowdcube.com/> (29.04.2017).
9. Crowdestate. Arvutivõrgus: <https://crowdestate.eu/home> (30.04.2017).
10. Crowdestate. Elcogen AS käibekapitali rahastamine - laenuleping. Arvutivõrgus: <https://crowdestate-attachments.s3-eu-west-1.amazonaws.com/7cc78d60-aeef-40a9-9c2a-f89e2a4ed826.pdf> (30.04.2017).
11. Crowdestate. Elcogen AS käibekapitali rahastamine. Arvutivõrgus: <https://crowdestate.eu/opportunity/Elcogen> (30.04.2017).
12. Crowdestate. Investeerimine. Arvutivõrgus: <https://crowdestate.eu/faq> (30.04.2017).
13. Crowdestate. Meie lugu. Arvutivõrgus: <https://crowdestate.eu/about> (29.04.2017).
14. Crowdestate. Peterburi tee 98, 11415 Tallinn hüpermarketi arendusprojekt. Arvutivõrgus: <https://crowdestate.eu/opportunity/234> (29.04.2017).
15. Crowdestate. Pärnu mnt 457, 10916 Tallinn korterelamute detailplaneeringu laenuleping. Arvutivõrgus: <https://crowdestate-attachments.s3-eu-west-1.amazonaws.com/b0b8899f-1820-469f-8712-a18cfa66961c.pdf> (30.04.2017).
16. Crowdestate. Pärnu mnt 457, 10916 Tallinn korterelamute detailplaneering. Arvutivõrgus: <https://crowdestate.eu/opportunity/187> (29.04.2017).
17. Crowdestate. Saules aleja 2A, LV-1002, Riga korterelamu hinnatud Agenskalnsi piirkonnas. Arvutivõrgus: <https://crowdestate.eu/opportunity/242> (29.04.2017).
18. Crowdestate. Vastutamatusesätted. Arvutivõrgus: <https://crowdestate.eu/home> (30.04.2017).
19. Crowdestate. Vega kortermaja kogus ühisrahastuse toel kahe päevaga rekordilised 1,5 miljonit eurot. 27.01.2017. Arvutivõrgus: <https://blog.crowdestate.eu/2017/01/27/vega-project-funded-record-1-5-million-euros/> (30.04.2017).
20. CrowdExpert. Crowdfunding industry statistics 2015/2016. Arvutivõrgus: <http://crowdexpert.com/crowdfunding-industry-statistics/> (28.04.2017).
21. Crowdfund Insider. Biggest Ever Crowdfund: BrewDog's £10 Million Mini Bond Raise on Crowdcube. 10.01.2017. Arvutivõrgus: <https://www.crowdfundinsider.com/2017/01/94559-biggest-ever-crowdfund-brewdogs-10-million-mini-bond-raise-crowdcube/> (29.04.2017).

22. D.M. Gallagher. Keynote Speech at the 7th Gulf Cooperation Council Regulators' Summit. 26.02.2013 Arvutivõrgus:  
<https://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1365171515006> (29.04.2017).
23. E. Kirby, S. Worner. International Organization of Securities Commissions. Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast. Staff Working Paper of the IOSCO Research Department. 2014. Arvutivõrgus:  
<http://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf> (29.04.2017).
24. Eesti Väärtpaberikeskus. Arvutivõrgus: <https://www.e-register.ee/> (30.04.2017).
25. Eesti väärtpaberite keskregistri seaduse muutmise ja sellega seondult teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu esimese lugemise seletuskiri (428 SE). 2017.
26. Estateguru. Estateguru kasutajatingimused. Arvutivõrgus:  
<https://estateguru.co/home/terms?lang=ee> (30.04.2017).
27. Euroopa Komisjon. Euroopa tööhõive ja sotsiaalse innovatsiooni programm (EaSI). Arvutivõrgus: <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?langId=et&catId=1081> (30.04.2017).
28. Euroopa Komisjon. Komisjoni talituste töödokument. Eestit käsitlev 2016. aasta aruanne, mis sisaldab põhjalikku analüüsi makromajandusliku tasakaalustamatuse ennetamise ja korrigeerimise kohta. Brüssel. 26.02.2016. Arvutivõrgus:  
[http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/cr2016\\_estonia\\_et.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/cr2016_estonia_et.pdf) (30.04.2017).
29. European Bank for Reconstruction and Development. Draft. Strategy for Estonia. Arvutivõrgus:  
<http://www.ebrd.com/cs/Satellite?c=Content&cid=1395238307238&pagename=EBRD%2FContent%2FDownloadDocument>
30. European Commission. Crowdfunding in the EU Capital Markets Union. Commission staff working document. Brussels. 2016. Arvutivõrgus:  
[https://ec.europa.eu/info/system/files/crowdfunding-report-03052016\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/system/files/crowdfunding-report-03052016_en.pdf) (29.04.2017).
31. European Parliament. Fact Sheets on the European Union. Small and medium-sized enterprises. 2016. Arvutivõrgus:  
[http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/en/displayFtu.html?ftuId=FTU\\_5.9.2.html](http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/en/displayFtu.html?ftuId=FTU_5.9.2.html) (30.04.2017).
32. European Securities and Market Authority. Questions and Answers. Prospectuses. 16th Update version. 2012. Arvutivõrgus:



- [http://www.consob.it/documenti/Regolamentazione/esma\\_documenti/2012/esma\\_2012\\_468.pdf](http://www.consob.it/documenti/Regolamentazione/esma_documenti/2012/esma_2012_468.pdf) (30.04.2017).
33. European Securities and Markets Authority. Opinion. Investment-based crowdfunding. 18.12.2014. Arvutivõrgus: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378\\_opinion\\_on\\_investment-based\\_crowdfunding.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf) (28.04.2017).
34. FinanceEstonia, Advokaadibüroo Deloitte Legal. Ühisrahastuse Hea Tava. Arvutivõrgus: <http://www.financeestonia.eu/wp-content/uploads/2016/02/%C3%9Chisrahastuse-Hea-Tava.pdf> (29.04.2017).
35. FinanceEstonia. FinanceEstonia ettepanekud Finantsinspektsiooni poolt ühisrahastuse reguleerimise algatuse raames esitatud eelnõu muutmiseks ja täiendamiseks. 13.01.2017.
36. Financial Conduct Authority. A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media. 2015. Arvutivõrgus: <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf> (30.04.2017).
37. Financial Conduct Authority. Interim feedback to the call for input to the post-implementation review of the FCA's crowdfunding rules. Feedback Statement. 2016. Arvutivõrgus: <https://www.fca.org.uk/publication/feedback/fs16-13.pdf> (29.04.2017).
38. Financial Conduct Authority. Our future Mission. 2016. Arvutivõrgus: <https://www.fca.org.uk/publication/corporate/our-future-mission.pdf> (29.04.2017).
39. Financial Conduct Authority. Policy Statement. The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules. 2014. Arvutivõrgus: <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf> (30.04.2017).
40. Financial Conduct Authority. Unregulated collective investment schemes. 16.06.2016. Arvutivõrgus: <https://www.fca.org.uk/consumers/unregulated-collective-investment-schemes> (29.04.2017).
41. Financial Times. £7m mini-bond: Investors threaten legal action. 07.04.2016. Arvutivõrgus: <https://www.ft.com/content/ae35480c-fcbb-11e5-b5f5-070dca6d0a0d> (29.04.2017).
42. Finantsinspektsioon. Algatus ühisrahastuse reguleerimiseks. 22.09.2016. Arvutivõrgus: [http://www.fi.ee/public/2016\\_09\\_Uhisrahastuse\\_seaduse\\_eelnou.pdf](http://www.fi.ee/public/2016_09_Uhisrahastuse_seaduse_eelnou.pdf) (29.04.2017).

43. Finantsinspektsioon. Registreeritud prospektid. Arvutivõrgus: <http://www.fi.ee/index.php?id=14926> (30.04.2017).
44. Funderbeam. Arvutivõrgus: <https://markets.funderbeam.com/> (29.04.2017).
45. Funderbeam. How do syndicates work? Arvutivõrgus: [https://blog.funderbeam.com/faq\\_item/how-do-syndicates-work/](https://blog.funderbeam.com/faq_item/how-do-syndicates-work/) (29.04.2017).
46. Funderbeam. What is a lead investor and how do I become one? Arvutivõrgus: [https://blog.funderbeam.com/faq\\_item/what-is-a-lead-investor-and-how-do-i-become-one/](https://blog.funderbeam.com/faq_item/what-is-a-lead-investor-and-how-do-i-become-one/) (29.04.2017).
47. Fundwise. Arvutivõrgus: <https://fundwise.me/> (29.04.2017).
48. Fundwise. Kasutustingimused. Arvutivõrgus: <https://fundwise.me/et/tos> (29.04.2017).
49. Fundwise. Korduvad küsimused. Arvutivõrgus: <https://fundwise.me/et/investorile-kkk> (29.04.2017).
50. Investopedia. SWOT Analysis. Arvutivõrgus: <http://www.investopedia.com/terms/s/swot.asp> (30.04.2017).
51. J. Lynn. It isn't nominal – Why a Nominee Structure is Vital in Equity Crowdfunding. 04.02.2013. Arvutivõrgus: <https://www.seedrs.com/learn/blog/entrepreneurs/tips-tricks/nominee-structure-equity-crowdfunding> (29.04.2017).
52. L. Collins, Y. Pierrakis. The venture crowd crowdfunding. Equity investment into business. Nesta. 2012. Arvutivõrgus: [https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/the\\_venture\\_crowd.pdf](https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/the_venture_crowd.pdf) (30.04.2017).
53. Learn2success.com Incorporated. Venture Capital Financing for Beginners: How to Raise Equity Capital from Venture Capitalists and Angels. Productive Publications. Canada. 2012.
54. M. Schapiro letter to D.E. Issa, Chairman of the Committee on Oversight and Government Reform. 06.04.2011. Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/news/press/schapiro-issa-letter-040611.pdf> (29.04.2017).
55. Nasdaq OMX Baltic. Väärtpaberite noteerimisnõuded. 2014. Arvutivõrgus: [http://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/alates06102014/Noteerimisnoude\\_d\\_06-10-2014-est.pdf](http://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/alates06102014/Noteerimisnoude_d_06-10-2014-est.pdf) (30.04.2017).
56. Organisation for Economic Co-operation and Development. New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments. 2015. Arvutivõrgus: <https://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf> (30.04.2017).

57. Registrate ja Infosüsteemide keskus. Statistika. Arvutivõrgus: <http://www.rik.ee/et/e-ariregister/statistika> (30.04.2017).
58. Securities and Exchange Commission. Final rules. Adopting new Regulation Crowdfunding under the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934 to implement the requirements of Title III of the Jumpstart Our Business Startups Act. Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf> (30.04.2017).
59. Seedmatch. Arvutivõrgus: <https://www.seedmatch.de/> (30.04.2017).
60. Seedmatch. Crowdfunding: Seedmatch is going where no Kickstarter has gone before. Arvutivõrgus: <http://www.whiteboardmag.com/crowdfunding-kickstarter-seedmatch/> (30.04.2017).
61. Seedrs. Arvutivõrgus: <https://www.seedrs.com/> (29.04.2017).
62. Seedrs. Community FAQs. Arvutivõrgus: <https://www.seedrs.com/learn/help/what-is-the-financial-conduct-authority-fca> (30.04.2017).
63. Smart Business Network. Funding fathers. 27.08.2010. Arvutivõrgus: <http://www.sbnonline.com/article/funding-fathers-the-birth-of-business-crowdfunding-is-providing-new-ways-to-get-money/> (30.04.2017).
64. U.S. Securities and Exchange Commission. Form C under the Securities Act of 1933. Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/files/formc.pdf> (30.04.2017).
65. U.S. Securities and Exchange Commission. The role of the SEC. Arvutivõrgus: <https://investor.gov/introduction-investing/basics/role-sec> (29.04.2017).
66. United Kingdom. Conduct of Business Sourcebook. Arvutivõrgus: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS.pdf> (30.04.2017).
67. Äripäev. Ühisrahastuse turu kogumaht kinnisvaraäris: 20 000 - 30 000 isikut. 11.10.2016. Arvutivõrgus: <http://www.kinnisvarauudised.ee/uudised/2016/10/11/uhisrahastuse-turu-kogumaht-kinnisvaraaris-20-000--30-000-isikut> (30.04.2017).
68. Äriseadustiku ja asjaõigusseaduse muutmise seaduse eelnõu seletuskiri (785 SE). 2014.

## KASUTATUD ÕIGUSAKTID

1. Eesti väärtpaberite keskregistri seadus - RT I, 31.12.2016, 25.
2. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/71/EÜ, 4. november 2003, väärtpaberite üldsusele pakkumisel või kauplemisele lubamisel avaldatava prospekti ja direktiivi 2001/34/EÜ muutmise kohta. - EÜT L 345, 31.12.2003, lk 64-89.

3. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2004/39/EÜ, 21. aprill 2004, finantsinstrumentide turgude kohta, millega muudetakse nõukogu direktiive 85/611/EMÜ ja 93/6/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2000/12/EÜ ja tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 93/22/EMÜ.- ELT L 145, 30.04.2004, lk 1-44.
4. Financial Services and Markets Act 2000. Arvutivõrgus: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents> (30.04.2017).
5. Gesetz über Vermögensanlagen (Vermögensanlagengesetz - VermAnlG). Arvutivõrgus: <https://www.gesetze-im-internet.de/vermanlg/> (30.04.2017).
6. Kleinanlegerschutzgesetz – KASG. Vom 3. Juli 2015. Arvutivõrgus: [http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2015-07-09-kleinanlegerschutzgesetz.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=3](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2015-07-09-kleinanlegerschutzgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=3) (30.04.2017).
7. Komisjoni direktiiv 2006/73/EÜ, 10. august 2006, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2004/39/EÜ seoses investeerimisühingute suhtes kohaldatavate organisatsiooniliste nõuete ja tegutsemistingimustega ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega. - ELT L 241, 02.09.2006, lk 26-58.
8. Komisjoni määrus (EÜ) nr 809/2004, 29. aprill 2004, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2003/71/EÜ, mis puudutab prospektides sisalduvat informatsiooni nagu ka selliste prospektide formaati, andmete esitamist viidetena ja selliste prospektide avaldamist ning reklaamide levitamist. - ELT L 177, 28.06.2004, lk 1-126.
9. Krediidiandjate ja –vahendajate seadus. - RT I, 11.03.2016, 3.
10. Rahandusministri 09.01.2006 määrus nõuded väärtpaberite avaliku pakkumise, kauplemis- ja noteerimisprospektile. - RT I, 18.07.2012, 4.
11. Regulation Crowdfunding, General Rules and Regulations. Arvutivõrgus: <https://www.ecfr.gov/cgi-bin/retrieveECFR?gp=&SID=7f0011da1b61cc93f357e5451165f049&mc=true&n=pt17.3.227&r=PART&ty=HTML> (30.04.2017).
12. Securities Act of 1933. As amended through P.L. 112-106, approved 05.04.2012. Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf> (29.04.2017).
13. Securities Exchange Act of 1934. As amended through P.L. 112-158, approved 10.08.2012. Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> (30.04.2017).
14. Statutory Instruments 2001 No. 544. Financial Services and Markets. The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001. Arvutivõrgus:

[http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2001/544/pdfs/ukxi\\_20010544\\_en.pdf](http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2001/544/pdfs/ukxi_20010544_en.pdf)

(30.04.2017).

15. Tsiviilseadustiku üldosa seadus. - RT I, 12.03.2015, 106.

16. Võlaõigusseadus. - RT I, 31.12.2016, 7.

17. Väärtpaberituru seadus. - RT I, 07.04.2017, 4.

18. Äriseadustik - RT I, 22.06.2016, 32.

## **KASUTATUD KOHTUPRAKTIKA**

1. *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56 (1990). Arvutivõrgus:  
<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/494/56/case.html> (30.04.2017).

2. RKKKo 3-1-1-70-11.

3. RKTko 3-2-1-171-14.

4. RKTko 3-2-1-17-12.

5. RKTko 3-2-1-66-14.

6. *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946). Arvutivõrgus:  
<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/case.html> (30.04.2017).

## **Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks**

Mina, **Kaspar Kolk**,

*(autori nimi)*

(sünnikuupäev 30.10.1990)

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose

### **Investorkaitse ulatuse määratlemine kapitali kaasamisel investeerimispõhises ühisrahastuses**

*(lõputöö pealkiri)*

mille põhijuhendaja on Gerd Laub ning kaasjuhendaja Andres Vutt,

*(juhendaja nimi)*

- 1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
- 1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tallinnas, **02.05.2017** (*kuupäev*)